

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
HOSPODÁŘSKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty výrobního podniku

Determination of the Value of the Manufacturing Company

Student: Bc. David Adámek

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. David Adámek**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Specializace: 00 Ekonomika podniku
Téma: Stanovení hodnoty výrobního podniku
Determination of the Value of the Manufacturing Company

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování
 3. Charakteristika výrobního podniku
 4. Aplikace zvolených metod na vybraný podnik
 5. Zhodnocení dosažených výsledků
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
KOLLER, T., M. GOEDHART and D. WESSELS. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. Hoboken: Wiley, 2010. 837 p. ISBN 978-0-470-42465-0.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014



Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežné prohlášení

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracoval samostatně. Přílohy č. 1 až 7, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnil.

V Ostravě dne 25. 4. 2014

David Adámek
.....

Bc. David Adámek

Poděkování

Rád bych poděkoval vedoucímu diplomové práce Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za odborné rady a připomínky při zpracování této diplomové práce.

Obsah

1	Úvod	6
2	Teoretická východiska oceňování	7
2.1	Podnik	7
2.2	Hodnota podniku	7
2.2.1	Hladiny hodnoty podniku	7
2.3	Přístupy k oceňování podniku	8
2.3.1	Tržní hodnota	8
2.3.2	Subjektivní hodnota	8
2.3.3	Objektivizovaná hodnota	9
2.3.4	Kolínská škola	10
2.4	Důvody pro ocenění podniku	10
2.5	Postup při oceňování podniku	11
2.5.1	Sběr vstupních dat	12
2.5.2	Strategická analýza	13
2.5.2.1	Analýza makroprostředí	13
2.5.2.2	Analýza mikroprostředí	14
2.5.3	Finanční analýza	17
2.5.3.1	Popis základních účetních výkazů	17
2.5.3.2	Metody finanční analýzy	19
2.5.4	Finanční plán	28
2.6	Metody oceňování podniku	29
2.6.1	Výnosové metody	30
2.6.1.1	Metoda diskontovaného cash flow	30
2.6.1.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	35
2.6.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	37
2.6.1.4	Kombinované metody	38
2.6.2	Tržní metody	38
2.6.2.1	Metoda srovnatelných podniků	39
2.6.2.2	Metoda srovnatelných transakcí	39
2.6.3	Majetkové metody	39
2.6.3.1	Účetní metoda	40
2.6.3.2	Substanční metoda	40

2.6.3.3	Metoda likvidační hodnoty	41
3	Charakteristika výrobního podniku	42
3.1	Strategická analýza	43
3.1.1	Analýza makroprostředí	43
3.1.1.1	Politické a legislativní faktory	43
3.1.1.2	Ekonomické faktory	44
3.1.1.3	Sociální faktory	46
3.1.1.4	Technologické faktory	47
3.1.2	Analýza mikroprostředí	48
3.2	Finanční analýza	51
3.2.1	Horizontální analýza	51
3.2.1.1	Horizontální analýza rozvahy	51
3.2.1.2	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	56
3.2.2	Vertikální analýza	59
3.2.2.1	Vertikální analýza rozvahy	59
3.2.2.2	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	62
3.2.3	Analýza poměrových ukazatelů	63
3.2.3.1	Ukazatele rentability	63
3.2.3.2	Ukazatele aktivity	64
3.2.3.3	Ukazatele likvidity	65
3.2.3.4	Ukazatele zadluženosti	66
3.2.4	Souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku	67
3.2.4.1	Bankrotní model	67
3.2.4.2	Bonitní model	68
3.2.5	Závěr finanční analýzy	70
3.3	SWOT analýza	71
3.4	Finanční plán	72
4	Aplikace zvolených metod na vybraný podnik	73
4.1	Metoda diskontovaného cash flow (entity)	73
4.1.1	Stanovení nákladů na celkový kapitál	74
4.1.1.1	Náklady na celkový kapitál	74
4.1.1.2	Náklady na vlastní kapitál	74
4.1.2	Stanovení volných peněžních toků v období 2013 – 2017	75

4.1.3	Stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity.....	76
4.1.4	Měření citlivosti vlastního kapitálu při změně tempa růstu	77
4.2	Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	78
4.3	Účetní metoda	82
5	Zhodnocení dosažených výsledků.....	82
5.1	Návrhy a doporučení	84
6	Závěr.....	86
	Seznam použité literatury	88
	Seznam zkratk	91
	Seznam příloh	94

1 Úvod

Po vlně přeměny ekonomického prostředí v 90. letech, se stala problematika ocenění podniku velmi diskutovaným tématem. Docházelo ke změně vlastnictví majetku. V té době se jednalo o převod státního majetku do soukromých rukou. Vlastník chtěl znát účetní a tržní hodnotu získaného majetku. V dnešní době ocenění majetku je používáno v případech související s vlastnickými změnami, při uvažování o získání cizího kapitálu, při rozhodování o vstupu na burzu a další. Proto oceňování podniku je řazeno mezi významné podnikohospodářské nástroje. Při oceňování se nejedná pouze o práci s čísly, ale také o ohodnocení potenciálu růstu podniku v budoucnosti. Výběr metody ocenění závisí na kvalitně provedené strategické analýze a sestaveném finančním plánu. Oceňování podniku je náročná disciplína, vycházející z dobře zpracovaných dat.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty podniku Alfa, a. s. pomocí vybraných metod k 1. 1. 2013. Ocenění bude provedeno pomocí metody diskontovaných peněžních toků (entity), metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody účetní.

Teoretická část diplomové práce je zaměřena na teoretická východiska oceňování. Náplní této části je vymezení základních pojmů. Uvedeny jsou základní přístupy k oceňování podniku. Bude popsán správný postup při oceňování a budou vysvětleny jednotlivé metody oceňování podniku.

Aplikační část diplomové práce je věnována charakteristice výrobního podniku Alfa, a. s. Pro potřeby oceňování je vypracována strategická analýza, která je rozdělena na analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Makroprostředí je popsáno pomocí analýzy PEST a pro mikroprostředí je použit Porterův model pěti konkurenčních sil. Na základě finanční analýzy, bonitních a bankrotních modelů je zhodnocena finanční situace podniku. Tyto metody a modely vychází z účetních výkazů, a to rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2012. Podle SWOT analýzy jsou identifikovány silné a slabé stránky podniku a uvedeny možné příležitosti a hrozby. Následně je provedena aplikace zvolených metod na vybraný podnik. Pomocí těchto jednotlivých metod je stanovena hodnota podniku.

Na závěr budou zhodnoceny dosažené výsledky a uvedeny návrhy možných doporučení, které podnik může uplatnit.

2 Teoretická východiska oceňování

Tato kapitola je určena teoretickým východiskům oceňování podniku. V teoretické části jsou uvedeny základní pojmy a metody z dané problematiky, které budou následně vysvětleny a popsány.

2.1 Podnik

Jako první krok je potřeba určit význam pojmu podnik pro oceňování. Podnik je vymezen jako uspořádaný soubor prostředků, zdrojů, práv a jiných majetkových hodnot, které slouží podnikateli k provozování podnikatelských aktivit (Veber et al., 2012). Tvořícím celkem podniku jsou hmotný, nehmotný majetek a lidská práce. Všechny složky podniku umožňují jeho činnost, pro kterou byl zřízen (Kislingerová, 2001).

Při oceňování podniku se oceňují i závazky, protože jsou využívány při podnikání. Mařík (2011a) popisuje podnik jako soubor majetkových hodnot, jejímž základním účelem je dosahování zisku.

2.2 Hodnota podniku

Z praxe je známo, že objektivní hodnota podniku neexistuje. Hodnota podniku je založena na predikci budoucího vývoje. Jedná se o odhad ocenění autorem. Hodnota podniku je závislá na účelu ocenění a na subjektu, podle kterého je určována (Mařík, 2011a).

Mezinárodní oceňovací standardy označují hodnotu jako cenu, na které se dohodli kupující a prodávající. Jedná se o odhad ceny, který platí v určité době za nakoupené zboží nebo služby. Ekonomický pojem hodnoty zobrazuje trh a jeho užitky s pojené s vlastnictvím daného zboží či dané služby k datu ocenění (Mařík, 2011a). Ekonomický pojem hodnoty je tvořen částí užitnou a směnnou.

2.2.1 Hladiny hodnoty podniku

Mařík (2011a) rozděluje hladiny hodnoty podniku na hodnoty brutto a netto.

Hodnota brutto vyjadřuje hodnotu podniku jako celku. Zahrnovány jsou zde hodnoty pro vlastníky a věřitele.

Hodnota netto je chápána jako ocenění na úrovni vlastníků podniku. Oceňován je vlastní kapitál podniku.

2.3 Přístupy k oceňování podniku

Čtyři základní přístupy k oceňování podniku podle Mařík (2011a):

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota,
3. objektivizovaná hodnota,
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy.

2.3.1 Tržní hodnota

Tržní cena vzniká na trhu s podniky, kde se vyskytuje větší množství kupujících a prodávajících. Potencionální tržní cena je označována jako tržní hodnota. Mezinárodní organizace pro oceňování International Valuation Standards Committee vypracovala mezinárodní oceňovací standardy. Tyto standardy kladou důraz na definici tržní hodnoty a tato definice je považována za základ oceňovacích standardů (Mařík, 2011a).

Definice tržní hodnoty dle Mařík (2011a, s. 22): „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“

Oceňování na trhu je založeno na informovanosti srovnatelných majetků. Proces oceňování zahrnuje přiměřený průzkum trhu. Oceňovatel se rozhoduje podle podkladů o faktech na trhu nebo na základě vlastního posudku z důvodu nedostatku srovnatelných údajů o trhu (Mařík, 2011a).

Tržní ocenění je používáno při uvádění podniku na burzu nebo při rozhodování o prodeji podniku.

2.3.2 Subjektivní hodnota

V německé teorii a praxi se používá pojem subjektivní hodnota. Toto označení je uvedeno i v Mezinárodních oceňovacích standardech. Zmíněná hodnota je nazvána jako investiční

hodnota a Mařík (2011a, s. 26) definuje tento pojem jako: „*Hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.*“

Na hodnotu podniku se nahlíží jako na jev unikátní. Výsledná hodnota je tvořena očekávanými užitky z majetku konkrétního kupujícího, prodávajícího a současného vlastníka. Investiční hodnota je do jisté míry dána subjektivními názory a konkrétními podmínkami subjektu, podle jehož hlediska je sestavována (Mařík, 2011a).

Subjektivní ocenění se používá v případě koupě a prodeje podniku nebo o rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.

2.3.3 Objektivizovaná hodnota

Objektivní hodnota ve své podstatě neexistuje, proto odhadci pracují s pojmem objektivizovaná hodnota. Při jejím výpočtu se doporučují určité zásady a požadavky. Dále se doporučuje, aby tato hodnota byla založena v největší míře na věrohodných datech (Mařík, 1998). Mezi zásady a požadavky patří udržování majetkové podstaty, volný zisk, nepotřebný majetek, možnosti změn v podniku a metody ocenění.

Mařík (2011a, s. 27) definuje objektivizovanou hodnotu takto: „*Představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka, neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.*“

Objektivizované ocenění se používá při poskytování úvěru nebo při zjišťování současné reálné bonity podniku.

2.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola říká, že ocenění má smysl přizpůsobovat podle obecných funkcí. Mařík (2011a) uvádí tyto funkce:

- a) funkce poradenská,
- b) funkce rozhodčí,
- c) funkce argumentační,
- d) funkce komunikační,
- e) funkce daňová.

Poradenská funkce je nejdůležitější z výše uvedených funkcí. Poskytuje kupním stranám podklady a informace o maximální a minimální ceně. Maximální cena je taková, kterou kupující ještě může zaplatit, aby na transakci neproděl. Minimální cenu ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (Mařík, 2011a). Prostor pro jednání existuje mezi těmito hranicemi.

Rozhodčí funkce znamená výkon nezávislého oceňovatele (rozhodčího). Jeho úlohou je odhadnout hraniční hodnoty účastníků a najít spravedlivou hodnotu.

Ve *funkci argumentační* oceňovatel hledá důvody, které zlepší pozici dané strany a slouží i jako podklad pro jednání.

Komunikační funkce je funkcí odvozenou. Tato funkce zajišťuje komunikaci s investory a bankami.

Cílem *daňové funkce* je poskytnout podklady pro daňové účely (Mařík, 2011a).

2.4 Důvody pro ocenění podniku

Většina důvodů pro ocenění podniku je vyvolána z vnějšího okolí. Každý majitel a vrcholový manažer podniku by měl znát skutečnou hodnotu své firmy. I když se podniku po ekonomické stránce daří, tak by mělo být vnímána hodnota firmy jako významný potenciál rozvoje do budoucna (Kašík, Michalko et al., 1998). Ocenění je chápáno jako služba, kterou zákazník požaduje. Podněty pro ocenění jsou různé.

Mařík (2011a) uvádí následující podněty pro ocenění podniku:

- a) Ocenění na základě vlastnických změn:
 - koupě a prodej podniku,
 - nepeněžitý vklad do společnosti,
 - veřejný návrh na koupi nebo směna účastnických cenných papírů,
 - právo na výkup účastnických cenných papírů,
 - povinná nabídka na převzetí při ovládnutí cílové společnosti,
 - v souvislosti s fúzí a s rozdělením společnosti.
- b) Ocenění, kdy nedochází k vlastnickým změnám:
 - změna právní formy společnosti,
 - zastavení obchodního podílu,
 - poskytnutí úvěru,
 - rozhodování o možnostech sanace a likvidace.

2.5 Postup při oceňování podniku

Nejprve je potřeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, z které se vyvodí jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční síla a schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Až po uskutečnění předchozího bodu je rozhodnuto, jaká metoda ocenění bude zvolena. Na základě praktických zkušeností doporučuje Mařík (2011a, s. 53) následující postup oceňování podniku:

- 1) Sběr vstupních dat
- 2) Analýza dat
 - a. Strategická analýza
 - b. Finanční analýza
 - c. Rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná
 - d. Analýza a prognóza generátorů hodnoty
 - e. Orientační ocenění na základě generátorů hodnoty
- 3) Sestavení finančního plánu
- 4) Ocenění
 - a. Volba metody

- b. Ocenění podle zvolených metod
- c. Souhrnné ocenění

2.5.1 Sběr vstupních dat

Pro ocenění podniku jsou důležitá kvalitní vstupní data. Je potřeba nashromáždit data z vnitřního prostředí vlastního podniku, ale také z prostředí, ve kterém podnik působí. Data z vnějšího okolí podniku se čerpají z makroprostředí a mikroprostředí. Sběr dat je časově náročná činnost. Nicméně dobře odvedená práce nás přiblíží k přesnější konečné hodnotě podniku. Mařík (2011a) rozděluje potřebné informace do těchto skupin:

Základní data o podniku tvoří data identifikující podnik, název, právní forma, identifikační číslo, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, řídicí struktura podniku a informace o historii podniku.

Ekonomická data jsou čerpána z účetních výkazů, výročních zpráv, zpráv auditorů a z podnikových plánů.

Relevantní trh, to je trh, na kterém daný podnik působí. Zkoumá se segmentace trhu, faktory atraktivity trhu a faktory vývoje trhu.

Oceňovaný podnik zjišťuje **konkurenční strukturu relevantního trhu**. Vyhledávají se informace o hlavních konkurentech a data o nich, možné substituty výrobků oceňovaného podniku, bariéry vstupu do odvětví a vyjednávací sílu dodavatelů a odběratelů.

Z odbytu a marketing jsou sbírána data o struktuře odbytu, produktech, cenách, reklamě a výzkumu a vývoji.

U **výroby** se sbírají data týkající se řízení kvality výroby, charakteru výroby, úrovně technologií, kapacitách a jejich využití, stavu dlouhodobého majetku a investicích provedených v minulosti či plánovaných do budoucna. Dále se hodnotí míra závislosti oceňovaného podniku na dodavatelích.

U **pracovníků** se zjišťuje jejich struktura, situace na trhu práce, fluktuace zaměstnanců, produktivita práce, atmosféra na pracovišti a personální náklady.

2.5.2 Strategická analýza

Důležitou fází oceňovacího procesu je strategická analýza. V následující části budou popsány funkce strategické analýzy. Celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku je hlavní funkcí strategické analýzy. Výnosový potenciál podniku se skládá z vnitřního a vnějšího potenciálu. Vnější potenciál je chápán jako šance a rizika, které poskytuje podnikatelské prostředí. Vnitřní potenciál tvoří silné a slabé stránky podniku, které určují konkurenční výhodu či slabost podniku.

Mezi cíle strategické analýzy patří dlouhodobý výhled do budoucnosti podniku, vývoj podnikových tržeb a rizika spojená s podnikem (Mařík, 2011a).

2.5.2.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředí má značný vliv na výkonnost podniku. Výkonnost podniku se sleduje v minulosti, v současnosti a především je snahou odhadnout budoucí vývoj podniku. Důležité je zmínit, že makroprostředí vytváří vlivy a podmínky na podniky. Podnik nemá možnost ovlivňovat okolí, ovšem může na něj reagovat. K popisu makroprostředí se nejčastěji používá PEST analýza. Tato analýza se skládá ze čtyř základních skupin. Nejčastěji se uvádí politické, ekonomické, sociální a kulturní a technologické faktory. V současné době se tato analýza rozšířila ještě na ekologické a legislativní faktory a ucelený název zní PESTEL. Cílem této analýzy je rozeznat důležité faktory pro samotný podnik (Sedláčková a Buchta, 2006).

Zpracováním makroekonomické analýzy se zabývají instituce jako Český statistický úřad, Česká národní banka a různé typy investiční společností. Při práci se používají již zpracované analytické materiály, které jsou běžně dostupné. Praktické využití ekonomických dat se používá při prognóze tržeb podniku, kde jsou vstupními daty do regresních funkcí (Vochozka a Mulač, 2012).

Popis faktorů PEST analýzy podle autorů Sedláčková a Buchta (2006), kterými jsou:

- **Politické** – zde se řadí daňové zákony, protimonopolní zákony, regulace exportu a importu, cenová politika, ochrana životního prostředí a další. Zákony, právní normy a vyhlášky upravující podnikání.
- **Ekonomické** – základní makroekonomické ukazatele jako míra ekonomického růstu, úroková míra, míra inflace, nezaměstnanost, daňová politika a směnný kurz.

- ***Sociální*** – zkoumá se demografický vývoj obyvatelstva, věková struktura, úroveň poskytovaného vzdělání a zdravotní péče, kvalita životního stylu, postoje k životnímu prostředí, společenské a kulturní zvyky a další.
- ***Technologické*** – hodnotí se vládní podpora výzkumu a vývoje, úroveň používaných technologií, dopady nových technologií.

Analýza těchto vlivů zkoumá především míru rizika spojenou s podnikáním v daném oboru. Výsledky analýzy vstupují jako riziková přírážka při stanovení diskontní sazby v procesu ocenění podniku. Hlavním faktorem je ekonomické prostředí působící na podnik. Ostatní faktory mají vliv na chování managementu podniku (Vochozka a Mulač, 2012).

2.5.2.2 Analýza mikroprostředí

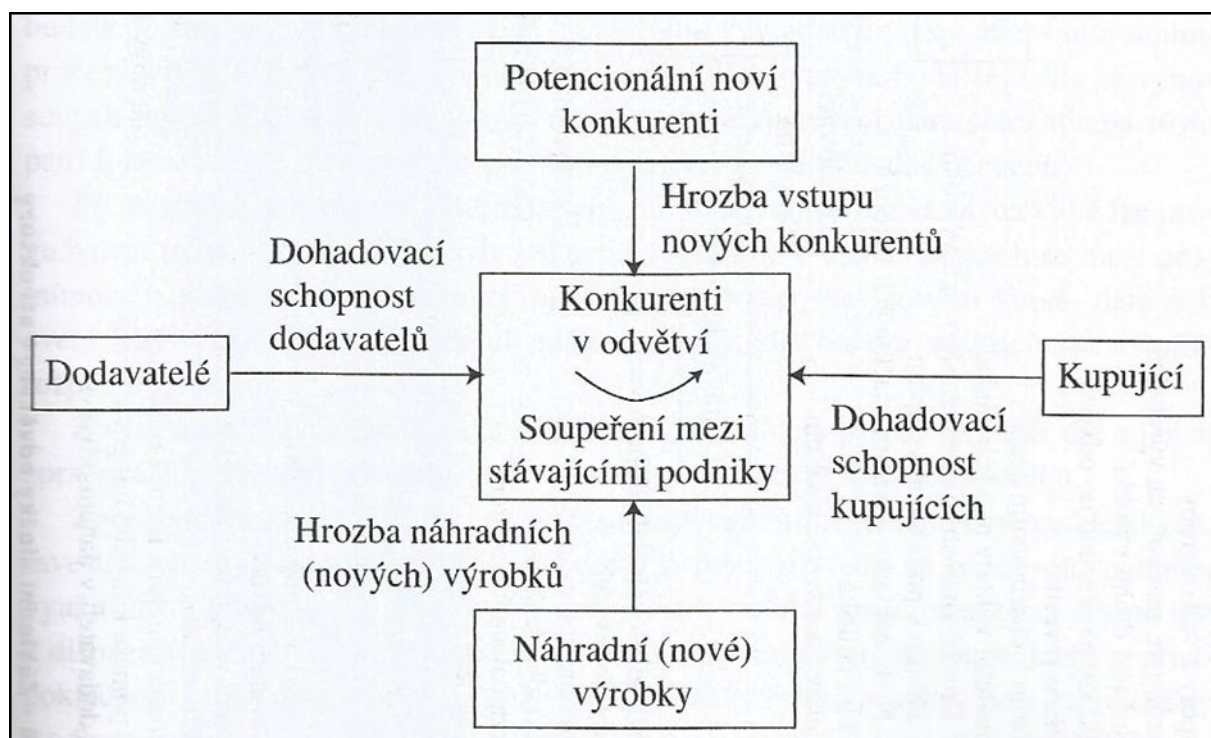
Na analýzu makroprostředí navazuje zmapování odvětví a relevantního trhu. Podnik působí v daném odvětví, které ovlivňuje jeho činnost. Proto podnik musí chápat specifika příslušného odvětví, aby jeho ekonomická činnost nebyla ztrátová. Kislingerová (2001) určuje odvětví těmito základními znaky:

- citlivost na změny hospodářského cyklu,
- míra regulace ze strany státu,
- struktura odvětví.

Při oceňování podniku se zohledňují výše uvedené znaky. Citlivost na změny hospodářského cyklu se projeví ve výši rizikové přírážky. Míra regulace státu určuje stabilitu odvětví. Struktura odvětví určuje segmentaci trhu a odhad tržního podílu.

Nejčastějším nástrojem analýzy mikroprostředí je Porterův model pěti sil. Model zkoumá konkurenci v odvětví. Cílem modelu je určit konkurenční síly, které působí v prostředí a identifikovat, které z nich mají největší význam. Manažeři analyzují konkurenční síly v mikroprostředí a vytváření strategie k odhalení příležitostí či ohrožení podniku (Dedouchová, 2011). Model pěti sil můžeme vidět na obrázku Obr. 2.1 Porterův model pěti sil

Obr. 2.1 Porterův model pěti sil



Zdroj: Kislingerová, 2001, s. 25.

Popis modelu podle Dedouchová (2011):

Hrozba vstupu nových konkurentů

Potencionální konkurent je podnik, který v nynější době nekonkuruje v daném mikroprostředí, ale má možnost se jím stát. Riziko vstupu potencionálního konkurenta je hrozbou pro ziskovost podniku. V opačném případě podnik si může dovolit zvýšit cenu a dosahovat většího zisku. Bariéry vstupu na daný trh snižují hrozbu vstupu potencionálního konkurenta. Bariéry zvyšují náklady podniku, proto se musí podniky racionálně rozhodovat.

Soupeření mezi stávajícími podniky

Podniky zvyšují cenu a dosahují většího zisku při slabé konkurenční síle. Velká konkurenční síla má za následek cenovou válku mezi podniky. Při cenové konkurenci se snižuje výnos, a proto je silná rivalita mezi podniky hrozbou pro ziskovost. Rozsah rivality určují faktory, jako jsou např. struktura odvětví, potenciál růstu poptávky a výše výstupních bariér z odvětví.

Dohadovací schopnost kupujících

Hrozbou pro podnik se mohou stát kupující, když budou chtít snížit cenu a požadovat vysokou kvalitu nebo lepší servis. V této situaci se začnou zvyšovat výrobní náklady. U slabších kupujících si může podnik dovolit zvýšit cenu a tím i zisk.

Dohadovací schopnost dodavatelů

Dodavatelé působí jako hrozba, když zvýší ceny a podnik toto zvýšení musí zaplatit nebo přikročí na nižší kvalitu. Obě situace mají za následek snížení zisku. V opačném případě, dodavatelé sníží cenu a podnik požaduje vyšší kvalitu po nich.

Hrozba náhradních výrobků

Blízké substituty vytvářejí konkurenční hrozbu pomocí limitující ceny. Prodávající podnik, tak snižuje svou ziskovost. Existuje-li na trhu málo blízkých substitutů, podnik pak může zvýšit cenu výrobku a dosáhnou většího zisku.

Relevantní trh je posuzován podle atraktivity. Mařík (2011a) posuzuje atraktivitu trhu pomocí vícekritériálního hodnocení. Každé kritérium má danou váhu a celková atraktivita trhu se hodnotí na základě váženého aritmetického průměru. Atraktivita trhu se považuje za jeden z podstatných výsledků analýzy mikroprostředí.

Zahraniční autoři KOLLER, GOEDHART a WESSELS (2010) popisují Porterův model čtyřmi silami. Analýza struktury odvětví zkoumá síly, které formují ziskovost tohoto odvětví. Potencionální ziskovost odvětví je řízena čtyřmi silami. Mezi tyto síly patří: substituce zboží, vyjednávací síla dodavatelů, vyjednávací síla zákazníků a vstupní/výstupní bariéry. Existence substitučních výrobků může klást značné limity na odvětví. Vstupní a výstupní bariéry určují pravděpodobnost vstupu a odchodu konkurence z odvětví. Vstupní bariéry vznikají, když existují dovednosti nebo aktiva, které jen málo konkurentů může získat. Vyjednávací síla dodavatelů je určována podílem z celkových výnosů v odvětví. Pokud podnik bude moci zvýšit svou vyjednávací sílu, tak jeho podíl na zisku se zvýší. Vyjednávací síla zákazníků ovlivňuje podíl z celkových tržeb v odvětví.

2.5.3 Finanční analýza

Nelze provádět oceňování podniku bez provedení kvalitní finanční analýzy. Finanční analýza je stěžejním nástrojem finančního řízení. V této části budou specifikovány základní ukazatele finanční analýzy. Jak tvrdí Hrdý a Horová (2009, s. 118) „*finanční analýza je jako soubor činností, jejichž cílem je zjistit a komplexně vyhodnotit finanční situaci podniku.*“ V procesu oceňování podniku finanční analýza plní dvě funkce, kterými jsou prověření finančního zdraví a tvorba základu pro finanční plán.

Finanční analýza vychází hlavně z dat získaných z účetních výkazů. Již zde je potřeba zmínit, aby se jednalo o úplné a správné vstupní údaje. Posouzení finanční situace je zaměřeno na minulost, současnost a budoucnost podniku. Nestačí použité finanční ukazatele jen vypočítat, ale také správně interpretovat jejich výsledky a vyvodit závěry (Mařík, 2011a). Výsledky finanční analýzy slouží jako podklad pro poskytování informací subjektům, které jsou v kontaktu s oceňovaným podnikem. Podle Hrdý a Horová (2009) výsledky finanční analýzy slouží následujícím uživatelům:

- investoři,
- manažeři,
- obchodní partneři,
- banky a jiní věřitelé,
- zaměstnanci podniku,
- auditoři, účetní znalci, daňoví poradci,
- konkurenční podniky,
- statní orgány.

2.5.3.1 Popis základních účetních výkazů

Před specifikací základních ukazatelů finanční analýzy bude proveden popis základních účetních výkazů. Základními účetními výkazy jsou rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků (cash flow).

A. Rozvaha

Rozvaha zachycuje bilanční formou stav aktiv a pasiv podniku k určitému datu. Nejčastěji se rozvaha sestavuje k poslednímu dni každého roku. Rozvaha zobrazuje přehled majetku

v oblastech majetkové situace podniku, zdrojů financování a finanční situaci podniku (Růčková, 2007). Při oceňování podniku je potřeba mít více zpracovaných období. Lépe budou posouzeny vývojové tendence podniku. Jak uvádí Růčková (2007, s. 23) z rozvahy jsou zjišťovány následující údaje:

- stav a vývoj bilanční sumy,
- strukturu aktiv, její vývoj a přiměřenost velikosti jednotlivých položek,
- strukturu pasiv, její vývoj s důrazem na podíl vlastního kapitálu, bankovních a dodavatelských úvěrů,
- relace mezi složkami aktiv a pasiv, tj. velikost stálých aktiv a dlouhodobých pasiv, velikost stálých aktiv a vlastního kapitálu, velikost oběžných aktiv a krátkodobých cizích pasiv, finanční majetek a krátkodobé pohledávky ke krátkodobým pasivům.

B. Výkaz zisku a ztráty

Tento výkaz tvoří přehled o výnosech, nákladech a výsledku hospodaření za určité období. Je sledován pohyb výnosů a nákladů. Výkaz se sestavuje ročně nebo v kratších intervalech. Finanční analýza se zabývá strukturou výkazu a dynamikou jednotlivých položek (Růčková, 2007). Zkoumá se, jak jednotlivé složky výsledovky ovlivňují výsledek hospodaření. Oceňování podniku se zaměřuje na dílčí výsledky hospodaření, kterými jsou podle Mařík (2011a):

- *Provozní výsledek hospodaření* – je považován za nejdůležitější, protože zobrazuje základ ekonomiky podniku.
- *Finanční výsledek hospodaření* – tato složka informuje o způsobu financování podniku a politice podniku v oblasti finančních investic a finančního majetku.

Výsledek hospodaření v jednotlivých letech ovlivňuje způsoby oceňování, odepisování, tvorba a čerpání rezerv a další (Mařík, 2011a).

C. Výkaz peněžních toků (výkaz cash flow)

Výkaz je označován jako nejdůležitější, ze zmíněných výkazů, pro posouzení skutečné finanční situace podniku. Výkazu cash flow sleduje příjmy a výdaje. Konkrétně sleduje určení zdrojů a užití peněžních prostředků za určité období. Tento výkaz zobrazuje tokové veličiny a slouží k posouzení likvidity podniku (Růčková, 2007).

Informace o peněžních tocích se zpracovávají v průběhu účetního období. Peněžní toky jsou chápány jako přírůstky (příjmy) a úbytky (výdaje) peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů (Růčková, 2007). Výkaz se skládá ze tří částí, kterými jsou provozní činnost, investiční činnost a finanční činnost. Výkaz lze sestavit ve dvou metodách podle Růčková (2007):

- a) *Přímá* – sleduje příjmy a výdaje podniku za dané období.
- b) *Nepřímá* – pomocí transformace zisku do pohybu peněžních prostředků.

Výhodou výkazu je, že metoda odpisování nepůsobí na jeho sestavení.

2.5.3.2 Metody finanční analýzy

Existuje celá řada metod hodnocení finančního zdraví podniku, které se mohou uplatňovat v praxi. Volba konkrétní metody musí zohledňovat tři důležité faktory, kterými jsou účelnost, nákladovost a spolehlivost. Finanční analýza je vhodným nástrojem k posouzení silných a slabých stránek finančního zdraví každého podniku. Níže budou uvedeny a popsány základní metody finanční analýzy.

Absolutní ukazatele

Absolutní ukazatele jsou používány k analýze vývojových trendů jednotlivých položek účetních výkazů a k analýze struktury účetních výkazů (Hrdý a Horová, 2009).

Horizontální analýza – Sleduje změny absolutních ukazatelů v čase. Zjišťuje, o kolik se jednotlivé položky změnilo oproti minulému období. K analýze se používají řetězové a bazické indexy. Pohyby jednotlivých veličin a intenzita se vyjadřuje pomocí absolutních a relativních změn (Hrdý a Horová, 2009).

Vzorce pro výpočet relativní a absolutní změny:

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t \quad (2.1)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}} \quad (2.2)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 73.

Kde: U_t = hodnota ukazatele, t = běžný rok, $t-1$ = předcházející rok.

Vertikální analýza – Slouží k vyjádření jednotlivých položek účetních výkazů jako procentního podílu na určité celkové hodnotě, ke které jsou jednotlivé položky vztaženy (Hrdý a Horová, 2009). Vzorec pro výpočet podílu na celku:

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} \quad (2.3)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 74.

Kde: U_i = hodnota dílčího ukazatele, $\sum U_i$ = velikost absolutního ukazatele.

Analýza poměrových ukazatelů

Základním nástrojem finanční analýzy jsou poměrové ukazatele. Tyto ukazatele se počítají jako poměr jednotlivých položek či skupin položek uvedených ve výkazech. Mezi položkami existuje vzájemná závislost. Dluhošová (2010) řadí mezi základní poměrové ukazatele především ukazatele rentability, ukazatele aktivity, ukazatele likvidity, ukazatele zadluženosti a ukazatele kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability hodnotí rentabilitu vloženého kapitálu. Rentabilita vloženého kapitálu je určena jako poměr zisku a vloženého kapitálu (Dluhošová, 2010). Jsou rozlišovány tři formy vloženého kapitálu, které se počítají pomocí ukazatele rentability: rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) a rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (ROCE).

Rentabilita aktiv (ROA)

Ukazatel ROA je základním měřítkem rentability, neboť vyjadřuje celkovou efektivnost podniku. Poměří zisk s celkovými investovanými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány (Dluhošová, 2010). V čitateli je dosazen zisk před úroky a zdaněním a úroky z cizího kapitálu (EBIT). Pomocí tohoto ukazatele jsou srovnávány podniky s odlišnými daňovými podmínkami a s různým podílem dluhů na financování podniku (Hrdý a Horová, 2009). Vzorec pro výpočet rentability aktiv:

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.4)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 80.

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)

Ukazatel vyjadřuje výnosnost vlastních zdrojů. Je definován jako poměr zisku po zdanění (EAT) a vlastního kapitálu. Pomocí tohoto ukazatele jsou investoři informováni, zda jejich vložený kapitál přináší výnos k odpovídajícímu riziku investice (Hrdý a Horová, 2009). Vzorec pro výpočet ukazatele rentability vlastního kapitálu:

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál} \quad (2.5)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 81.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)

Ukazatel vyjadřuje míru zhodnocení všech aktiv společnosti financovaných vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem (Růčková, 2007). Ukazatel slouží k mezipodnikovému srovnávání. Vzorec pro výpočet ROCE:

$$ROCE = \frac{EBIT}{vlastní kapitál + dlouhodobé dluhy} \quad (2.6)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 81.

Rentabilita tržeb (ROS)

Ukazatel ziskovosti tržeb je označován jako zisková marže. Ukazatel vyjadřuje schopnost podniku dosahovat zisku při dané úrovni tržeb. Z výpočtu je určeno, kolik Kč zisku dokáže podnik vyprodukovat na 1 Kč tržeb (Hrdý a Horová, 2009).

$$ROS = \frac{\text{zisk po zdanění}}{\text{tržby}} \quad (2.7)$$

Zdroj: Hrdý a Horová, 2009, s. 126.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity slouží k řízení aktiv podniku. Vypovídají o tom, jak podnik efektivně hospodaří se svými aktivy. Ukazatele hodnotí vázanost jednotlivých složek kapitálu v určitých formách aktiv podniku. Uplatňují se ukazatele typu rychlost obratu a doba obratu (Hrdý a Horová, 2009).

Obrátka celkových aktiv

Tento ukazatel je považován za komplexní ukazatel měřící efektivnost využívání celkových aktiv podniku. Je vyjadřován jako poměr tržeb k celkovým aktivům. Vzorec pro výpočet obrátky celkových aktiv:

$$\text{Obrátka celkových aktiv (počet obratu/rok)} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.8)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 86.

Doba obratu aktiv

Ukazatel informuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Doba obratu aktiv by měla být, co nejkratší. Vzorec pro výpočet doby obratu aktiv je následující:

$$\text{Doba obratu aktiv (dny)} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (2.9)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 86.

Doba obratu zásob

Udává, kolik dní jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. Pomocí ukazatele je zjišťována intenzita využití zásob. Ukazatel by měl mít, co nejnižší hodnotu.

$$Doba\ obratu\ zásob\ (dny) = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} \quad (2.10)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 87.

Doba obratu pohledávek

Ukazatel měří počet obrátek pohledávek během období. Vypovídá, jak rychle jsou pohledávky přeměněny v peněžní prostředky. Čím je rychlejší obrat pohledávek, tím rychleji podnik zpeněží své pohledávky (Hrdý a Horová, 2009).

$$Doba\ obratu\ pohledávek\ (dny) = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} \quad (2.11)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 87.

Doba obratu závazků

Ukazatel říká, jak rychle jsou spláceny závazky firmy. Ukazatel je užitečný pro věřitele, neboť vyjadřuje platební disciplínu podniku vůči dodavatelům.

$$Doba\ obratu\ závazků\ (dny) = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} \quad (2.12)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 87.

Ukazatele likvidity

Pomocí ukazatele likvidity je měřena schopnost podniku hradit své splatné závazky. Platební schopnost podniku se měří pomocí poměru krátkodobých oběžných aktiv a krátkodobých dluhů (Hrdý a Horová, 2009). Jsou rozlišovány tři základní stupně likvidity, a to okamžitá likvidita (likvidita 1. stupně), pohotová likvidita (likvidita 2. stupně) a běžná likvidita (likvidita 3. stupně).

Běžná likvidita

Běžná likvidita vyjadřuje, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku. Krátkodobými závazky jsou označovány krátkodobé neúročené závazky a krátkodobé bankovní úvěry. Optimální hodnoty běžné likvidity se pohybují v rozmezí 1,5 – 2,5 (Hrdý a Horová, 2009).

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.13)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 82.

Pohotová likvidita

Ukazatel pohotové likvidity bere při výpočtu v úvahu jen pohotové prostředky. K pohotovým prostředkům se řadí pokladni hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky. Optimální hodnoty pohotové likvidity se pohybují v rozmezí 1 – 1,5 (Dluhošová, 2010).

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.14)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 83.

Okamžitá likvidita

Tento ukazatel pracuje pouze s nejlikvidnějšími složkami aktiv. Nejlikvidnějšími prostředky jsou peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky. Dle ministerstva průmyslu a obchodu je doporučená optimální hodnota ukazatele $\geq 0,2$ (Růčková, 2007).

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.15)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 83.

Čistý pracovní kapitál (ČPK)

Čistý pracovní kapitál představuje oběžná aktiva snížená o krátkodobé závazky podniku, které bude v nejbližší době muset uhradit. Je to část oběžných aktiv, která jsou financována dlouhodobými zdroji. Ukazatel čistého pracovního kapitálu je provázán s likviditou.

Základním požadavkem je, že hodnota musí být kladná (Hrdý a Horová, 2009). Výše a růst ČPK charakterizují finanční a investiční činnost podniku a jeho řízení (Dluhošová, 2010).

$$\text{ČPK} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad (2.16)$$

Zdroj: Hrdý a Horová, 2009, s. 123.

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti posuzují finanční stabilitu podniku. Ukazatele finanční stability hodnotí rovnováhu mezi zdroji financování a jejich alokací do majetku podniku. K posouzení finanční struktury je využíváno několika ukazatelů zadluženosti, které vycházejí z rozvahy. Zadlužeností podle Dluhošová (2010) se rozumí stav, kdy podnik využívá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje.

Celková zadluženost

Ukazatel celkové zadluženosti hodnotí přiměřenost zadlužení podniku. Celková zadluženost se počítá jako podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím vyšší je riziko věřitelů.

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.17)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 78.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech

Ukazatel charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu. Ukazatel patří mezi nejdůležitější poměrové ukazatele zadluženosti pro hodnocení celkové finanční situace. Vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji a jaká je jeho finanční samostatnost.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.18)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 77.

Zadluženost vlastního kapitálu

Počítá se jako poměr cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu podniku. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 0,8 – 1.2 (Dluhošová, 2010).

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.19)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 79.

Úrokové krytí

Ukazatel vyjadřuje, kolikrát je zisk vyšší než placené úroky. Čím je vyšší úrokové krytí, tím je finanční situace lepší. Ukazatel informuje věřitele a vlastníky o vývoji hospodaření podniku.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.20)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 79.

Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele vycházejí z účetních údajů a z údajů kapitálového trhu. Ukazatele využívají podniky, které vedou podvojně účetnictví, mají právní formu akciové společnosti a jejich akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích (Dluhošová, 2010).

Souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku

Jedná se o specifické metody, jejichž cílem je pomocí jednoho čísla vyjádřit úroveň finanční situace a výkonnosti podniku. Metody jsou pojmenovány jako systémy včasného varování nebo predikční modely. Rozlišovány jsou dvě skupiny těchto metod, a to bankrotní a bonitní modely.

Bankrotní modely

Bankrotní modely se snaží předpovědět možný bankrot podniku a včasné před ním varovat. K nejčastějším příznakům patří problémy s běžnou likviditou, s výší čistého pracovního

kapitálu a problémy s rentabilitou celkového vloženého kapitálu (Růčková, 2007). Z bankrotních modelů je vybrán Altmanův model, který bude podrobněji vysvětlen.

Altmanův model

Model vychází z indexů celkového hodnocení. Vzorec Altmanova modelu tvoří součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena různá váha. Tento model je považován za nejlepší a nejefektivnější prostředek k odhalení nepřiměřených úvěrových rizik (Růčková, 2007). Vzorec Altmanova modelu pro podniky, jejichž akcie nejsou veřejně obchodovatelné na burze:

$$Z = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5, \quad (2.21)$$

kde:

$$X_1 = \frac{\text{pracovní kapitál}}{\text{celková aktiva}},$$

$$X_2 = \frac{\text{nerozdělený zisk}}{\text{celková aktiva}},$$

$$X_3 = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}},$$

$$X_4 = \frac{\text{účetní hodnota vlastního kapitálu}}{\text{dluhy celkem}},$$

$$X_5 = \frac{\text{tržby celkem}}{\text{celková aktiva}}.$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 97.

Výsledek bude zařazen do určitého pásma, viz příloha č. 1.

Bonitní modely

Bonitní modely jsou založeny na diagnostice finančního zdraví podniku. Bodovým ohodnocením výsledných ukazatelů bude stanovena bonita hodnoceného podniku. Modely umožňují srovnatelnost s jinými podniky (Hrdý a Horová, 2009). Existuje celá řada bonitních modelů. Jeden z nejznámějších je Kralicekův Quicktest, který bude podrobněji vysvětlen.

Kralickův Quicktest

Kralickův Quicktest se skládá ze soustavy 4 rovnic, které hodnotí situaci v podniku. První dva ukazatele hodnotí finanční stabilitu podniku, druhé dva ukazatele hodnotí výnosovou situaci podniku.

$$\text{Hodnocení finanční situace podniku} = \frac{(R1+R2+R3+R4)}{4}, \quad (2.22)$$

kde:

$$R1 = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}},$$

$$R2 = \frac{(\text{cizí zdroje} - \text{krátkodobý finanční majetek})}{\text{provozní cash flow}},$$

$$R3 = \frac{\text{EBIT}}{\text{aktiva celkem}},$$

$$R4 = \frac{\text{provozní cash flow}}{\text{provozní výnosy}}.$$

Zdroj: Hrdý a Horová, 2009, s. 136.

K výsledkům, které jsou vypočítány, bude přiřazena bodová hodnota, viz příloha č. 2.

Konečná hodnota je vypočítána podle průměru bodů za jednotlivé poměrové ukazatele, viz příloha č. 3.

2.5.4 Finanční plán

Finanční plán se skládá z hlavních účetních výkazů, tj. rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků. Podnikový plán by měl vycházet z vize a strategie podniku. Finanční plán tvoří tyto dílčí plány: plány prodeje, plány kapacit, plány pracovních sil, plán provozního výsledku hospodaření, plán provozního peněžního toku, plán celkového peněžního toku. Závěrečným dokumentem je plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánového horizontu.

Oceňovatel nemůže sám sestavovat kompletně celý podnikový plán. Potřeba je konzultovat následné kroky s vedením oceňovaného podniku. Oceňovatel vychází z vlastních podnikatelských plánů a z podkladů oceňovaného podniku.

Po sestavení finančního plánu by měla být provedena stručná finanční analýza plánu, která by měla navazovat na finanční analýzu finančního zdraví podniku za minulé roky (Mařík, 2011a).

2.6 Metody oceňování podniku

Výběr lze provést ze širokého spektra metod pro ocenění podniku. Metody jsou seskupeny do třech základních složek. První složku tvoří výnosové metody, druhou složkou jsou tržní metody a třetí složkou jsou majetkové metody. Používané metody jsou uvedeny v Tab. 2.1 Základní metody pro oceňování podniku.

Tab. 2.1 Základní metody pro oceňování podniku

<p>1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF) • Metoda kapitalizovaných čistých výnosů • Kombinované (korigované) výnosové metody • Metoda ekonomické přidané hodnoty
<p>2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ocenění na základě tržní kapitalizace • Ocenění na základě srovnatelných podniků • Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu • Ocenění na základě srovnatelných transakcí • Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů
<p>3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové metody)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen • Substanční hodnota na principu reprodukčních cen • Substanční hodnota na principu úspory nákladů • Likvidační hodnota • Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 37.

2.6.1 Výnosové metody

U těchto metod se pracuje s hodnotou statku, která je určena očekávaným užitekem. Očekávaným užitekem v podniku jsou označovány očekávané výnosy. Dle teorie je nejsprávnější za výnosy považovat peněžní příjmy plynoucí z očekávaného statku (Mařík, 2011a).

2.6.1.1 Metoda diskontovaného cash flow

Metoda diskontovaného cash flow je základní metodou oceňování. Kislingerová (2001) vysvětluje podstatu oceňování pomocí diskontu cash flow tak, že hodnota aktiv je odvozována od současné hodnoty budoucích peněžních toků. Z této základní metody vychází další varianty, které mají specifická pravidla. Tyto další varianty metody DCF se dělí dle Mařík (2011a) na:

- metoda „entity“ = jednotku, označujeme podnik jako celek,
- metoda „equity“ = vlastní kapitál,
- metoda „APV“ = upravená současná hodnota.

a) Metoda DCF entity

Mařík (2011a) uvádí proces výpočtu, který probíhá ve dvou krocích. Po diskontování peněžních toků pro vlastníky a věřitele je zjištěna hodnota podniku jako celku (hodnota brutto). Od předchozího kroku je odečtena hodnota cizího kapitálu ke dni ocenění a je zjištěna hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto).

Východiskem metody DCF je volný peněžní tok. Výpočet volného cash flow (FCF) viz

Tab. 2.2 Schéma výpočtu volného peněžního toku (FCF).

Tab. 2.2 Schéma výpočtu volného peněžního toku (FCF)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmů (= KPVH _D . daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 170.

Volným peněžním tokem je tvorba peněžních prostředků pro vlastníky (v podobě dividend) a pro věřitele (v podobě splátek úvěrů a úroků).

Pojem volný peněžní tok (FCF) je považován za obecnější pojem, za to peněžní toky do firmy (FCFF) je už konkrétní varianta FCF pro metodu DCF entity (Mařík, 2011a).

Základní prvky pro výpočet FCFF jsou korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVH) a provozně nutný investovaný kapitál (K). Oba pojmy vysvětluje Mařík (2011a) následujícím způsobem:

- a) KPVH – Hlavní provoz podniku vytváří výsledek hospodaření, který je očištěn o jednorázové položky před rozdělením mezi vlastníky a věřitele.
- b) K – Je složen z provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného pracovního kapitálu.

Předchozí výpočet FCF lze zkrátit a využít investic snížených o odpisy. Poté má výpočet následující podobu, viz Tab. 2.3 Zkrácený výpočet volných peněžních toků do firmy (FCFF).

Tab. 2.3 Zkrácený výpočet volných peněžních toků do firmy (FCFF)

Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
+ Ostatní náklady, které nejsou výdaji v daném období
- Investice netto do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku
= Volné peněžní toky do firmy (FCFF)

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 19.

Investice netto se vypočítají jako prostý meziroční rozdíl provozně nutného investovaného kapitálu. Vzorec má poté tuto podobu:

$$FCFF_t = KPVH_t - I_{n(t)} = KPVH_t - (K_t - K_{t-1}) \quad (2.23)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 19.

Kde: $FCFF_t$ – volný peněžní tok do firmy v roce t ,

$KPVH_t$ - korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani v roce t ,

$I_{n(t)}$ – investice netto do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu v roce t ,

K_t – provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t .

Po vymezení volných peněžních toků následuje další krok, stanovení diskontní míry. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Je to vážený průměr z vloženého kapitálu investorů. Výpočet má tento tvar:

$$WACC = \frac{CK}{K} \cdot n_{CK} \cdot (1 - d) + \frac{VK}{K} \cdot n_{VK(z)} \quad (2.24)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 20.

Kde: $WACC$ – průměrné vážené náklady kapitálu,

$n_{VK(z)}$ – náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení,

n_{CK} – náklady cizího kapitálu,

d – sazba daně z příjmů,

CK – cizí úročený kapitál,

VK – vlastní kapitál,

K – investovaný kapitál ($K = CK + VK$).

Po splnění předchozích částí, následuje samotné ocenění. Jak již bylo zmíněno na začátku popisu metody DCF entity, operace ocenění probíhá ve dvou krocích. Prvním krokem je zjištěno ocenění provozně nutného investovaného kapitálu. Výpočet je proveden pomocí vzorce, který umožňuje použít proměnlivou diskontní míru v různých letech:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} \quad (2.25)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 20.

Kde: H_b – hodnota podniku brutto,

$FCFF_t$ – volný peněžní tok do firmy v roce t ,

$WACC_i$ – průměrné vážené náklady kapitálu v roce i ,

T – počet let první fáze,

g – tempo růstu ve druhé fázi.

Pokračující hodnota se počítá podle principu Gordonova vzorce. Pokračující hodnota z výnosového ocenění druhé fáze se počítá pouze pokud, že $g < WACC_{T+1}$. V druhé kroku je proveden výpočet hodnoty vlastního kapitálu podle vzorce:

$$H_n = H_b - CK_0 \quad (2.26)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 20.

Kde: H_n – hodnota podniku netto,

CK_0 – cizí kapitál k datu ocenění.

Na konci výpočtu by se přičetla hodnota provozně nepotřebného majetku, pokud by se takový majetek v podniku vyskytoval.

b) Metoda DCF equity

Metoda vychází z peněžních toků, které patří vlastníkům podniku. Po jejich diskontování se zjistí hodnota vlastního kapitálu. Volné peněžní toky pro vlastníky jsou označovány FCFE.

K určení volných peněžních toků se používá zkrácený výpočet FCFE, viz Tab. 2.4 Schéma výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky FCFE.

Tab. 2.4 Schéma výpočtu volných peněžních toků pro vlastníky FCFE

Volné peněžní toky do firmy (FCFF)
- Nákladové úroky . (1 – daňová sazba)
- Splátky úročeného cizího kapitálu
+ Přijetí nového úročeného cizího kapitálu
= Volné peněžní toky pro vlastníky (FCFE)

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 22.

Diskontní míra je stanovena na úrovni nákladů vlastního kapitálu, která je shodná s konkrétním zadlužením oceňovaného podniku. Tato veličina se značí $n_{VK(z)}$.

Diskontovány jsou náklady vlastního kapitálu, které jsou určeny pro danou míru zadlužení. Výpočet je proveden podle následujícího vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{\prod_{i=1}^t (1 + n_{VK(z)_i})} + \frac{FCFE_{T+1}}{n_{VK(z)_{T+1}} \cdot g} \cdot \frac{1}{\prod_{i=1}^T (1 + n_{VK(z)_i})} \quad (2.27)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 22.

Kde: H_n – hodnota podniku netto,

$FCFE_t$ – volný peněžní tok pro vlastníky v roce t ,

$n_{VK(z)_i}$ – náklady vlastního kapitálu při konkrétním zadlužení v roce i ,

T – počet let první fáze,

g – tempo růstu ve druhé fázi.

Na konci výpočtu by se přičetla hodnota provozně nepotřebných aktiv k datu ocenění, pokud by se taková aktiva v podniku vyskytovala.

c) Metoda DCF APV

Třetí metodou diskontovaných peněžních toků je metoda DCF APV. Zkratka APV znamená upravená současná hodnota. Tato metoda bude popsána obecněji než předešlé metody DCF. Důvodem je nízké zapojení do praxe v České republice a v zahraničí.

Výpočet metody DCF APV je proveden ve dvou krocích. V prvním kroku je zjišťována hodnota podniku jako celku. V druhém kroku je odečten cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto (Mařík, 2011a).

2.6.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je metodou „netto“ tzn., výnosová hodnota se počítá z výnosů pro vlastníky vlastního kapitálu. Metoda se dělí do dvou základních variant. Základní varianty metody kapitalizovaných čistých výnosů dle Mařík (2011a):

Varianta 1

Tato varianta chápe čistý výnos podniku jako rozdíl mezi příjmy a výdaji. Je postupováno stejným způsobem jako u metody DCF equity. V dalším kroku musí oceňovatel otestovat, zda je rozsah volných peněžních toků určených pro vlastníky v souladu s výsledkem hospodaření a s pravidly pro jeho rozdělení stanovenými v obchodním zákoníku pro akciové společnosti.

Varianta 2

Tato varianta byla zpracována institutem auditorů. Čistý výnos je odvozen z upravených výsledků hospodaření. V účetnictví je výsledek hospodaření počítán jako rozdíl výnosů a nákladů. Je nutné dodržet finanční rovnováhu, proto je z tohoto důvodu sestavován plán financování.

Tato varianta se odlišuje od předchozí, tak že do základu ocenění se promítají přímo investiční výdaje a časový okamžik.

Výpočet výnosové hodnoty podle analytické metody

Analytická metoda určuje výnosové ocenění, které je založeno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Při výpočtu výnosové hodnoty analytickou metodou je používána dvoufázová metoda podle vzorce:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{V}_t}{(1+i_k)^t} + \frac{T\check{V}}{i_k} \cdot \frac{1}{(1+i_k)^T} \quad (2.28)$$

Zdroj: Mařík, 2011b, s. 270.

Kde: H_n – hodnota podniku netto,

\check{V}_t – odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,

T – délka období, pro které je možné odhadnout čistý výnos v jednotlivých letech,

$T\check{V}$ – trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu,

i_k – kalkulovaná úroková míra.

Výpočet výnosové hodnoty podle paušální metody

Předpokladem využití této metody jsou průměrné výnosy za minulost, které jsou nejlepší dostupnou prognózou do budoucnosti. Při výpočtu je postupováno podle těchto kroků dle Mařík (2011a):

- analýza a úprava minulých výsledků hospodaření,
- výpočet trvalého čistého výnosu k rozdělení viz (2.29),
- zpracování výhledu podniku do budoucnosti,
- určení kalkulované úrokové míry,
- výnosová hodnota podniku je vypočítána podle rovnice (2.30).

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \frac{\sum_{t=1}^K g_t \check{V}_t}{\sum_{t=1}^K g_t} \quad (2.29)$$

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 273.

Kde: $\check{C}V_t$ – minulé upravené čisté výnosy,

q_t – váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu,

K – počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

$$H_n = \frac{T\check{C}V}{i_k} \quad (2.30)$$

Zdroj: Mařík, 2011a, s. 273.

Kde: $T\check{C}V$ – trvalé odnímatelný čistý výnos,

i_k – kalkulovaná úroková míra.

2.6.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Ekonomická přidaná hodnota (EVA) slouží jako nástroj finanční analýzy, řízení podniku a oceňování podniku. Ve vyspělých tržních ekonomikách je tento ukazatel brán jako základ pro hodnocení výkonnosti podniku. EVA vyjadřuje nadzisk firmy (rozdíl zisku a nákladů na kapitál), které určují minimální míru výnosnosti kapitálu (Dluhošová, 2010). Mařík (2011a) popisuje ukazatel EVA jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Výpočet ukazatele EVA na bázi provozního zisku:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C \quad (2.31)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 19.

Kde: NOPAT = čistý provozní zisk po zdanění, C = hodnota celkového firemního kapitálu,

WACC = náklady na celkový kapitál.

Je požadováno, aby ukazatel EVA nabýval kladné hodnoty nebo byl roven nule. Obecně řečeno, čím bude ukazatel EVA vyšší, tím bude větší hodnota pro vlastníky podnikem vytvářena.

2.6.1.4 Kombinované metody

Kombinované metody se skládají z metod majetkového a výnosového ocenění. Hodnota podniku je stanovena jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody. Vzorec pro výpočet hodnoty podniku pomocí kombinované metody:

$$V = \frac{(V_s + V_v)}{2} \quad (2.32)$$

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 180.

Kde: V_s = hodnota podniku zjištěná metodou substance, V_v = hodnota podniku zjištěná pomocí výnosového ocenění.

Kombinací těchto metod je zohledněna majetková i výnosová stránka podniku. Tuto metodu lze použít v případě, kdy se výnosová a substanční od sebe moc neliší (rozdíl se pohybuje do 5 % až 10 %). Pro přesnější hodnotu podniku lze vzorec (2.32) upravit na vážený aritmetický průměr (Mařík, 2011a).

2.6.2 Tržní metody

Patří zde metody založené na analýze trhu. Jsou to skupiny metod, jejichž základem je porovnání oceňovaného podniku a jeho finanční situace se srovnatelnými subjekty. Z metod založených na analýze trhu je možné vybrat ze dvou způsobů ocenění. Prvním způsobem je přímé ocenění na základě dat kapitálového trhu a druhým způsobem je ocenění metodou tržního porovnání.

V prvním způsobu jsou využívána data z kapitálového trhu. Tržní kapitalizace podniku je určena podle aktuální ceny a počtu akcií. Při určení tržní ceny akcií se vychází z průměrné ceny za poslední období. Zjištěná tržní kapitalizace je často ztotožňována s tržní hodnotou podniku. Ovšem tato tržní hodnota se liší od skutečné podle velikosti oceňovaného balíku akcií, objemu a typu realizovaných obchodů (Poláček a Attl, 2006).

Druhý způsob, metoda tržního porovnání – je užívána v případě, když je oceňována jiná než akciová společnost nebo akciová společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovatelné na trhu s akciemi. Tržní hodnota aktiv je odvozována z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv (Mařík, 2011a).

2.6.2.1 Metoda srovnatelných podniků

Používán je přístup, při kterém je srovnáván náš oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období už nějakým způsobem oceněny. Vybrány jsou podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. U srovnávaných podniků nás zajímají především jednotlivé akcie. Při ocenění akcií se uplatňuje v praxi postup, který se skládá z určitých kroků (Mařík, 2011a).

Mařík (2011a) uvádí znaky k porovnání srovnatelnosti jednotlivých podniků: odvětví a obor podnikání, vyráběné produkty, velikost, právní forma, struktury financování, základní technologie, struktura dodavatelů a odběratelů, výkonnost, perspektivy.

Je doporučeno vybrat 5 až 8 podniků pro vlastní srovnání. Hledané podniky musí být v souladu s principy srovnatelného hlediska výnosnosti, rizika a budoucího růstu. Pravděpodobnost najít podnik s podobnými vlastnostmi, je malá. Proto jsou využívány dílčí hlediska, podle kterých budou podniky srovnávány (Mařík, 2011a).

Důležitým krokem v postupu použití metody srovnatelných podniků je volba násobitelů. Násobitel je vyjádřen poměrem tržní ceny k nějaké veličině. Nejčastěji uváděným násobitelem je poměr P/E (cena akcie/zisk na akcii). Po zvolení násobitele, jsou určovány hodnoty pro jednotlivé podniky z vybraných podniků a je provedeno ocenění akcie. Hodnota akcie je určena součinem vztahové veličiny (zisk, EBIT, tržby) a násobitelem. Oceňovatel využívá několika násobitelů, proto získá několik odhadů, které jsou označovány jako dílčí odhady. Z dílčích odhadů je odvozen výsledný, který je určen pomocí kombinace expertního nebo mechanického postupu (Mařík, 2011a).

2.6.2.2 Metoda srovnatelných transakcí

Postup je podobný jako u předchozí metody s tím rozdílem, že násobitel je vypočítán na základě ceny skutečně zaplacené za srovnatelné podniky. Výsledkem je zjištěná hodnota podniku jako celku. U této metody jsou počítány ukazatele za podnik jako celek (Mařík, 2011a).

2.6.3 Majetkové metody

Zjišťována je majetková podstata podniku, která je označována jako substanční hodnota. Majetkové metody zjišťují ocenění jednotlivých složek aktiv, závazků a dluhů. Jak tvrdí

Mařík (2011a, s. 321): „*Substanční hodnota by měla zahrnovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniků.*“ Majetkové ocenění je členěno podle zásad a předpokladů, jak budou oceňovány jednotlivé složky majetků.

2.6.3.1 Účetní metoda

Zdrojem účetní metody jsou stavové veličiny, které jsou čerpány z rozvahy. Účetní metoda je založena na principu historických cen, tedy za kolik byl majetek skutečně pořízen. Vychází se z ocenění fixního majetku, oběžného majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Při ocenění je postupováno, tak že nejprve jsou oceněny jednotlivé složky aktiv zvlášť. Celkové ocenění aktiv je provedeno sečtením těchto cen (Dluhošová, 2010). Od aktiv je odečtena hodnota závazků a dluhů, výsledkem tohoto výpočtu je hodnota vlastního kapitálu. Rovnice pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu:

(2.33)

hodnota vlastního kapitálu = účetní hodnota aktiv - účetní hodnota závazků a dluhů

Zdroj: Dluhošová, 2010, s. 178.

Výhodou metody je jednoduchost, průkaznost a dobrá dostupnost dat. Nevýhodou je, že nevychází z tržního ocenění a nebere v úvahu mimobilanční nehmotná aktiva podniku. Další nepřesnosti při použití této metody mohou vzniknout v důsledku odpisů, zásob, pohledávek a v důsledku zhodnocení některých aktiv (Dluhošová, 2010).

2.6.3.2 Substanční metoda

Základem ocenění této metody je reprodukční pořizovací cena jednotlivých aktiv snižená o reálné ocenění všech závazků a dluhů k datu ocenění za předpokladu pokračování podniku v jeho činnosti (Dluhošová, 2010). Mařík (2011) uvádí, že základem je zjištění nákladů na znovupořízení stejného majetku snížených o opotřebení nebo nákladů náhrady. Substanční hodnota je chápána jako souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků. Výsledkem ocenění je substanční hodnota netto. Dluhošová (2010) uvádí tento postup výpočtu substanční hodnoty, viz Tab. 2.5 Výpočet substanční hodnoty.

Tab. 2.5 Výpočet substanční hodnoty

Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách
+ Výnos z prodeje nepotřebného majetku
= Substanční hodnota brutto
- Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách
= Substanční hodnota netto

Zdroj: Dluhošová, 2010, vlastní zpracování.

Výhodou metody je zohlednění tržních podmínek při ocenění a není zatížena takovou nejistotou jako metody výnosové. Nevýhodou je skutečnost, že nebere v úvahu mimobilanční aktiva podniku.

2.6.3.3 Metoda likvidační hodnoty

Tato metoda zjišťuje hodnotu majetku k určitému časovému okamžiku. Předpokladem je, že podnik ukončí svou činnost, rozprodá jednotlivá aktiva a uhradí všechny své závazky. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku (Dluhošová, 2010).

3 Charakteristika výrobního podniku

Kapitola je věnována charakteristice výrobního podniku. Jelikož si podnik nepřeje uvádět název společnosti, je zvolen název Alfa, a. s. Budou uvedeny základními údaji o podniku, který působí v oboru stínící techniky.

Základní údaje o podniku

Právní forma podnikání: akciová společnost

Sídlo: Vsetín

Datum zápisu: 19. června 1996

Základní kapitál: 50 000 tis. Kč

Počet zaměstnanců: 300

Podnik se zabývá výrobou, prodejem a poradenstvím v oblasti protisluneční techniky. Společnost existuje na českém trhu od roku 1993. Na počátku společnost začínala ještě jako společnost s ručením omezeným. V roce 2007 došlo ke změně právní formy na akciovou společnost a byl navýšen základní kapitál z 200 tis. Kč na 50 mil. Kč. Od svého založení se z podniku stala největší a nejsilnější firma v oboru stínící techniky v České republice. Hlavní sídlo a výrobní prostory se nacházejí ve Vsetíně. Společnost je zastoupena regionálními prodejci po celé České republice a Slovensku. Organizační struktura podniku je členěna na 7 spolupracujících útvarů (divizí), kterými jsou vedení, personál, obchod, ekonomika, výroba, kvalita a vnější vztahy. S rozvojem podniku dochází k dílčím změnám náplně práce a přesunu odpovědnosti mezi jednotlivými odděleními. V současné době je průměrný počet zaměstnanců 300 osob. Ke splnění zakázek je využíváno stálých i sezónních pracovníků k pokrytí výrobních špiček.

Společnost využívá vlastních dopravních prostředků k rozvozu zakázek k odběratelům po celé ČR a také své výrobky vyváží do čtyř evropských zemí (Slovensko, Rakousko, Německo a Slovinsko). K rozvozu zakázek je využíváno 17 nákladních automobilů. V budoucnu podnik plánuje rozšířit autodopravu a zkvalitnit své služby v dopravě.

Podnik si klade ve své firemní filozofii za cíl stát se jedním z největších výrobců stínící techniky v Evropě. Podnik vzdělává zaměstnance i odběratele v oblasti stínící techniky ve

školicím středisku. Podnik zohledňuje dopady na oblast životního prostředí při plánování a výrobě svých produktů. Podnik neustále pracuje na vývoji a zdokonalení svých výrobků. Na nových výrobcích pracují produktoví manažeři a také podnik spolupracuje s jinými výrobci stínící techniky z celé Evropy. Společnost je držitelem certifikátu ISO 9001:2009.

Společnost získala řadu ocenění v prestižních soutěžích za svůj silný a stabilní dlouhodobý rozvoj. Mezi tyto významná ocenění patří „Českých 100 nejlepších“ a „Podnikatel roku“. Společnost pořádá „Den otevřených dveří“ pro odbornou i neodbornou veřejnost. Společnost se pravidelně účastní významných veletrhů ve Stuttgartu a v Brně.

3.1 Strategická analýza

Strategická analýza je důležitým krokem v procesu oceňování podniku. Strategická analýza se skládá z makroprostředí a mikroprostředí. Každé prostředí bude popsáno podle vybrané metody.

3.1.1 Analýza makroprostředí

Makroprostředí bude popsáno pomocí analýzy PEST. Tato analýza se skládá z faktorů, kterými jsou politické a legislativní faktory, ekonomické faktory, sociální faktory a technologické faktory. Ekonomické faktory budou více rozvedeny a popsány pomocí ukazatelů hrubý domácí produkt, míra inflace, nezaměstnanost a hrubá mzda.

3.1.1.1 Politické a legislativní faktory

Politické faktory výrazně ovlivňují podnikatelské prostředí v České republice. Časté a náhlé změny právní legislativy způsobují nepřehlednost a nesrozumitelnost zákonů. Bude tomu již 10 let, co Česká republika vstoupila do Evropské unie. Vstup přinesl výrazný příliv investic, kapitálu, zboží a služeb ze zahraničí. Podniky v České republice kritizují vládu a parlament za velké zásahy do ekonomiky. Za poslední čtyři roky došlo k odhalení několika významných korupčních kauz, které odrazují vstup nových zahraničních investorů. Ke stabilitě politické situace u nás nepřispívají ani často měnící se vlády. Důležitou rolí vlády je podporování českých podnikatelů v EU a v zahraničí. Hlavní slabinou českého legislativního prostředí je efektivní vymáhání práva a vysoká byrokracie.

Podniky se musí řídit širokým spektrem zákonů. Následuje výčet obecných zákonů, kterými se podniky řídí:

- Zákon č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích,
- Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví,
- Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů,
- Zákon č. 235/2004 Sb., o dani z přidané hodnoty,
- Zákon č. 338/1992 Sb., o dani z nemovitých věcí,
- Zákon č. 262/2006 Sb., zákoník práce,
- Zákon č. 477/2001 Sb., o obalech,
- Zákon č. 102/2001 Sb., o obecné bezpečnosti výrobků,
- Zákon č. 16/1993 Sb., o dani silniční,
- Zákon č. 361/2000 Sb., o silničním provozu,
- Zákon č. 634/1992 Sb., o ochraně spotřebitele.

3.1.1.2 Ekonomické faktory

a) Hrubý domácí produkt

Tab. 3.1 Hrubý domácí produkt

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tempo růstu reálného HDP v %	3,1	-4,5	2,5	1,8	-1,0	-0,9

Zdroj: Eurostat, 2013, vlastní zpracování.

V roce 2008 dosáhl růst reálného HDP nejvyšší hodnoty z vybraného období. V roce 2008 hrubý domácí produkt vzrostl oproti roku 2007 o 3,1 %. V roce 2008 byla globální finanční krize, která výrazně nezasáhla Českou republiku. V roce 2009 došlo k meziročnímu poklesu HDP o -4,5 %. Jedná se o nejnižší naměřenou hodnotu HDP z vybraného období. Tento pokles se nejvíce projevil v odvětví obchodu, podnikatelských služeb a ve stavebnictví. V roce 2010 došlo k meziročnímu růstu HDP o 2,5 %. Zásahu na růstu ekonomiky mělo zejména odvětví zpracovatelského průmyslu. Finanční krize nejvíce postihla odvětví stavebnictví. V roce 2011 pokračuje meziroční růst HDP, který dosáhl hodnoty 1,8 %. Hlavním tahounem zůstává zpracovatelský průmysl. V roce 2012 došlo k poklesu HDP o -1

% . Mezi hlavní příčiny poklesu HDP byla klesající tuzemská poptávka domácností po zbožích a službách pro konečnou spotřebu, tak i pokles zájmu investorů. V roce 2013 pokračuje pokles HDP, který činil -0,9 %. Pokles HDP byl způsoben snížením investic vlády a firem. Ministerstvo financí České republiky odhaduje růst reálného HDP o 1,4 % v letošním roce.

b) Míra inflace

Tab. 3.2 Míra inflace

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Míra inflace v %	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4

Zdroj: ČSÚ, 2014, vlastní zpracování.

V roce 2008 dosáhla míra inflace nejvyšší hodnoty z vybraného období, činila 6,3 %. V následujícím roce 2009 došlo k výrazné změně. Hodnota se snížila na 1 %. Důvodem byla ekonomická krize, která zasáhla Českou republiku. V letech 2010 a 2011 mírně vzrostla inflace. V roce 2012 došlo k nárůstu inflace z důvodu zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %. V roce 2013 se inflace snížila na hodnotu 1,4 %, i když došlo k navýšení základní sazby daně na 21 % a snížené sazby daně na 15 %. Ministerstvo financí České republiky uvádí, že hodnota inflace by letos mohla dosáhnout 1,0 %.

c) Nezaměstnanost

Tab. 3.3 Míra nezaměstnanosti

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Obecná míra nezaměstnanosti v %	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0

Zdroj: ČSÚ, 2013, vlastní zpracování.

V roce 2008 byla nejnižší naměřená hodnota míry nezaměstnanosti z vybraného období. V tomto roce ještě ekonomika rostla a podniky neměly důvod propouštět své zaměstnance. V

roce 2009 se zvýšila nezaměstnanost z důvodu ekonomické krize. V letech 2010 až 2012 přetrvávají dopady krize.

d) Hrubá mzda

Tab. 3.4 Hrubá mzda

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
Průměrná hrubá měsíční mzda v ČR (Kč)	22 653	23 425	23 903	24 466	25 089
Průměrná hrubá měsíční mzda ve Zlínském kraji (Kč)	19 219	19 478	19 937	20 777	-

Zdroj: ČSÚ, 2014, vlastní zpracování.

Z tabulky je patrné, že obě průměrné hrubé měsíční mzdy mají rostoucí tendenci. Ve Zlínském kraji je průměrná hrubá měsíční mzda nižší než průměrná hrubá měsíční mzda v ČR. Průměrná hrubá měsíční mzda v ČR dosáhla největšího meziročního přírůstku v roce 2009 z vybraného období (přírůstek 772 Kč proti roku předcházejícímu). Průměrná hrubá měsíční mzda ve Zlínském kraji dosáhla největšího meziročního přírůstku v roce 2011 z vybraného období (přírůstek 840 Kč proti roku předcházejícímu).

3.1.1.3 Sociální faktory

Pro komplexnost zhodnocení demografického a sociálního vývoje Zlínského kraje byly zvoleny údaje za rok 2012. V roce 2012 žilo na území Zlínského kraje 587 693 obyvatel (muži = 287 350 a ženy = 300 343). Od vzniku kraje se celkový počet obyvatel každoročně snižuje, s výjimkou let 2007 a 2008. Počet obyvatel v kraji se za rok 2012 snížil o 0,2 %, tj. 1 337 osob. Vývoj počtu obyvatel v jednotlivých okresech se od krajského mnoho nelišil. Nejvíce osob ubylo ve vsetínském okrese. Oproti roku předchozímu se zvýšil průměrný věk obyvatelstva kraje na 41,7 let. Meziročně v kraji přibýlo 260 dětí, zvýšil se počet osob produktivního věku o 3 027 a snížil se počet osob v produktivním věku o 4 624.

Tab. 3.5 Obyvatelstvo Zlínského kraje

Věkové kategorie	Osoby	%
0 – 14 let	84 163	14,3
15 – 64 let	401 633	68,3
65 a více let	101 897	17,3

Zdroj: ČSÚ, 2013, vlastní zpracování.

Bylo zjištěno, že největší počet obyvatel je v produktivním věku. Obyvatel v důchodovém věku je více než ve věkové kategorii 0 – 14 let. Je pozorováno stárnutí obyvatelstva.

Dosažené vzdělání obyvatelstva ve Zlínském kraji dle ČSÚ (2013): základní a bez vzdělání = 16,3 %, střední bez maturity = 38,2 %, střední s maturitou = 32,3 % a vysokoškolské = 13 %.

V roce 2010 došlo na trhu práce ke změně, kdy od roku 2007 rostl počet ekonomicky neaktivních obyvatel. Po roce 2010 počet neaktivních obyvatel se snížil a pracovní síla mírně meziročně poklesla. Pokračuje stárnutí obyvatel v kraji i v pracovní síle. Nejvíce osob pracuje ve zpracovatelském průmyslu (36 %), dále velkoobchod a maloobchod (12 %) a stavebnictví (9 %).

3.1.1.4 Technologické faktory

Mezi technologické faktory patří úroveň státní podpory výzkumu a vývoj. Dle ČSÚ (2013) dosáhly celkové výdaje za výzkum a vývoj (VaV) v ČR částky 72,4 mld. Kč. Z celkového částky určených na VaV bylo 54 % využito v podnikatelském sektoru. Nejvíce je prováděn VaV průmyslovými podniky, se zaměřením na automobilový a strojírenský průmysl. V poslední době narostl VaV v elektrotechnickém průmyslu a ve výrobě ostatních dopravních prostředků. Dále roste VaV v oblasti IT služeb.

Ve státním sektoru provádí VaV především veřejné výzkumné instituce a veřejné vysoké školy. Mezi kraji nejvíce provádí VaV Praha, nachází se zde nejvíce pracovišť VaV a nejvíce

vynaložených výdajů na VaV. Od roku 2007 roste význam Jihomoravského kraje v oblasti VaV.

Vybraný podnik Alfa, a. s. provádí vlastní výzkum a vývoj. Výrobky jsou vyvíjeny a zdokonalovány podle potřeb zákazníků. Za vlastní vývoj jsou odpovědi produktoví manažeři a podnik také spolupracuje s jinými výrobci stínící techniky z celé Evropy. Výdaje v oblasti výzkumu a vývoje jsou vynaloženy především na mzdy produktových manažerů a na výrobu prototypů a vzorků.

3.1.2 Analýza mikroprostředí

K analýze mikroprostředí bude použit Porterův model pěti konkurenčních sil. Součástí analýzy bude správné zařazení podniku do konkrétního odvětví, k čemuž se používá klasifikace ekonomických činností CZ-NACE.

Charakteristika odvětví

Oceňovaný podnik Alfa, a. s. podniká v mnoha oblastech. Hlavní činnost podniku je zařazena do sekce F – Stavebnictví, oddíl 43 - Specializované stavební činnosti dle CZ-NACE. K dalším činnostem využívá živnostenského oprávnění, které jsou popsány jako výroba, obchod a služby neuvedené v přílohách 1 a 3 živnostenského zákona. V podniku je využívána silniční motorová doprava, která zajišťuje rozvoz dodávek. Tato činnost spadá do sekce H – Doprava a skladování, oddíl 49.41 – Silniční nákladní doprava dle CZ-NACE.

Riziko vstupu potencionálních podniků

Hrozba vstupu potencionálních podniků je možnou hrozbou. Na trh České republiky se snaží dostat výrobci ze střední a východní části Evropy. Snaží se ovlivnit zákazníky nízkou cenou. Problémem těchto výrobců zůstává starší technologie výroby. Výhodou oceňovaného podniku je, že se jedná o českého výrobce, kterého upřednostňují zákazníci na českém trhu. Jedná se o výrobce s více než dvacetiletou historií v oboru stínící techniky. Za tuto dobu si podnik stihl vybudovat stálou síť dodavatelů a odběratelů. Problémem vstupujících podniků je know-how ve vývoji a výrobě produktů stínící techniky. Další překážkou je nedostatek zkušených pracovníků a odborníků v oboru.

Rivalita mezi stávajícími podniky

Na území České republiky podniká v oboru stínící techniky 915 ekonomických subjektů. Ve Zlínském kraji se zabývá výrobou a prodejem stínící techniky 57 podniků. Ve vsetínském okrese se nachází 22 podniků. Následuje popis dvou vybraných konkurentů v okrese Vsetín.

Zvolené konkurenční podniky v okrese Vsetín

Svět Oken s. r. o.

Jedná se o českého výrobce oken a dveří. Na trhu působí od roku 1999. Sídlo podniku se nachází v městě Vsetín. Společnost zaměstnává v průměru 566 zaměstnanců. Mezi portfolio výrobků patří hlavně plastová okna, hliníková okna, vchodové dveře, garážová vrata, stínící technika a další. Z kategorie stínící techniky vyrábí žaluzie, rolety, markýzy a sítě proti hmyzu. Při výměně oken či dveří společnost nabízí odborné poradenství, zaměření, montáž, zednické zapracování a odvoz starých oken. Podnik nabízí výrobky a služby určené pro novostavby, rodinné domy, panelové byty, bytové domy a pro průmyslové objekty. Společnost má jednu z nejširších montážních a prodejních sítí, kterou čítá 48 poboček po celé České republice.

Vladislava Peltsarszká - KASKO žaluzie

Společnost Kasko se zabývá výrobou a prodejem dekorační a stínící techniky. Společnost vznikla v roce 1998 a působí na území České a Slovenské republiky. Sídlo a výrobní prostory se nacházejí v městě Vsetín. V současné době pracuje v podniku průměrně 67 zaměstnanců. Sortiment produktů se skládá z žaluzií, rolet, markýz, sítí proti hmyzu, sekčních garážových vrat a plastových shrnovacích dveří. Z důvodu rozvoje podniku a rozšíření sortimentu bylo rozhodnuto expandovat do dalších částí České republiky, proto bylo zřízeno obchodní zastoupení v Pardubicích a Praze. Společnost nabízí ke svým výrobkům obchodní a technický servis, konzultaci a odborné poradenství, dopravu, záruční a pozáruční servis.

Srovnání podniků

V Tab. 3.6 Srovnání podniků jsou porovnány podniky – Alfa, Svět Oken a Vladislava Peltsarszká – KASKO žaluzie. Jako ukazatele srovnání podniků jsou zvoleny tržby a EBIT za jednotlivé roky.

Tab. 3.6 Srovnání podniků (tis. Kč)

Rok	Alfa, a.s.		Svět Oken s. r. o.		Vladislava Peltsarszká -KASKO žaluzie	
	Tržby	EBIT	Tržby	EBIT	Tržby	EBIT
2008	492 686	38 430	508 902	39 213	189 650	2 808
2009	431 354	18 696	705 063	41 597	177 359	7 163
2010	422 927	11 993	719 426	2 798	181 582	4 061
2011	493 190	11 781	818 847	18 063	191 315	819
2012	543 118	19 878	-	-	-	-

Zdroj: Justice.cz, 2014, vlastní zpracování.

Smluvní síla kupujících

Prodej se uskutečňuje pomocí značkových prodejen a regionálních zástupců. Spolupráce s velkoodběrateli je založena na kooperaci franšizového typu. Mezi konečné uživatele je řazeno široké spektrum zákazníků. Odběratelé jsou rozdělováni do dvou skupin. První skupinu tvoří tito odběratelé: specializované prodejny stínící techniky, stavebniny a DIY prodejci. Další skupinu odběratelů tvoří: architekti a projektanti, montážní firmy oken, stavební firmy a koncoví zákazníci. Stínící technika je vhodná pro všechny typy budov. Mezi nejčastější budovy, na které se montuje stínící technika: rodinné a obytné domy, bytové komplexy, výrobní haly, administrativní budovy, univerzity.

Smluvní síla dodavatelů

Smluvní síla dodavatelů není velká, avšak může se jednat o určité komponenty pro stínící techniku, na kterých je podnik závislý. Část výrobků si dokáže podnik sám vyrobit. V ostatních případech využívá svých dodavatelů, s kterými má uzavřené smlouvy.

Dále jsou využívány suroviny k výrobě, pro které je na trhu velké množství dodavatelů. Dodavatelů elektřiny a pohonných hmot je při současné situaci na trhu rovněž velké množství, proto nepředstavují velkou smluvní sílu.

Hrozba substitučních výrobků

V současné době se nevyskytují na trhu žádné substituční výrobky, které by ohrozily výrobky společnosti Alfa, a. s. Výrobní sortiment společnosti tvoří všechny možné výrobky, které se dnes využívají. Hrozba substitučních výrobků je označena za velmi nízkou při současném stavu nabídky na trhu.

3.2 Finanční analýza

Ke zjištění finanční situace podniku Alfa, a. s. bude provedena v následující podkapitole finanční analýza. Finanční analýza je vypracována z veřejně dostupných dat. Data jsou čerpána z finančních výkazů - rozvaha a výkaz zisku a ztráty za období 2009 až 2012. Nejprve je provedena horizontální a vertikální analýza, následují poměrové ukazatele, bonitní a bankrotní modely. Použité finanční výkazy jsou součástí příloh č. 4 a 5.

3.2.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza je první analýzou z metod finanční analýzy. Tato analýza je počítána způsobem, kdy jsou brány absolutní i relativní změny. K výpočtu jsou použity účetní výkazy společnosti Alfa, a. s. ve sledovaném období mezi lety 2009 – 2012.

3.2.1.1 Horizontální analýza rozvahy

Pomocí horizontální analýzy rozvahy jsou posuzovány vybrané položky aktiv i pasiv v čase. U těchto položek budou interpretovány jejich meziroční změny. Změny stavu jednotlivých položek jsou provedeny jak v absolutním (tis. Kč), tak v relativním (v %).

Výsledky vybraných položek aktiv viz Tab. 3.7 Horizontální analýza rozvahy – aktiva absolutní změna v tis. Kč.

Tab. 3.7 Horizontální analýza rozvahy – aktiva absolutní změna v tis. Kč

Vybrané položky aktiv	Rok (Δ v tis. Kč)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
AKTIVA CELKEM	-11 942	13 184	56 692
DLOUHODOBÝ MAJETEK	-18 896	2 172	32 360
Dlouhodobý nehmotný majetek	-12 626	-5 676	-4 888
Dlouhodobý hmotný majetek	-3 582	10 097	36 166
Dlouhodobý finanční majetek	-2 688	-2 249	1 082
OBĚŽNÁ AKTIVA	8 169	8 558	25 302
Zásoby	6 542	13 207	12 951
Dlouhodobé pohledávky	3 460	-2 976	-244
Krátkodobé pohledávky	-3 583	-7 377	2 256
Krátkodobý finanční majetek	1 750	5 704	10 339
Časové rozlišení	-1 215	2 454	-970

Zdroj: vlastní zpracování

V období 2009/2010 a v období 2010/2011 dochází k výrazným změnám hodnot celkových aktiv. Od období 2010/2011 se projevuje rostoucí trend, který pokračuje i v období 2011/2012. V letech mezi roky 2009 a 2010 došlo ke snížení celkových aktiv o -11 942 tis. Kč. Toto snížení bylo způsobeno výrazným úbytkem dlouhodobého majetku. V dalším období mezi roky 2010 a 2011 došlo k nárůstu celkových aktiv o 13 184 tis. Kč. Tento růst je vyvolán navýšením položek dlouhodobý hmotný majetek a zásoby.

V období 2011/2012 dochází k výrazným změnám, jedná se o nárůst dlouhodobého majetku a oběžných aktiv. Je patrné, že došlo k investicím do dlouhodobého hmotného majetku ve výši

36 166 tis. Kč. V oběžných aktivech nejvíce narostly dvě položky, a to zásoby a krátkodobý finanční majetek.

Výsledky vybraných položek aktiv jsou zobrazeny v Tab. 3.8 Horizontální analýza rozvahy – aktiva relativní změna v %.

Tab. 3.8 Horizontální analýza rozvahy – aktiva relativní změna v %

Vybrané položky aktiv	Rok (Δ v %)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
AKTIVA CELKEM	-4,38	5,06	20,72
DLOUHODOBÝ MAJETEK	-17,03	2,36	34,35
Dlouhodobý nehmotný majetek	-32,45	-21,60	-23,73
Dlouhodobý hmotný majetek	-5,82	17,42	53,13
Dlouhodobý finanční majetek	-25,63	-28,83	19,49
OBĚŽNÁ AKTIVA	5,19	5,17	14,52
Zásoby	12,59	22,58	18,06
Dlouhodobé pohledávky	3 530,61	-83,64	-41,92
Krátkodobé pohledávky	-3,69	-7,88	2,62
Krátkodobý finanční majetek	21,17	56,94	65,77
Časové rozlišení	-31,20	91,60	-18,90

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty horizontální analýzy rozvahy jsou přepočítány pomocí relativní změny v %. Hodnota aktiv v období 2009/2010 klesla o -4,38 %, v období 2010/2011 začala růst a vyšplhala se na 5,06 % a v posledním sledovaném období 2011/2012 vzrostla o 20,72%. Položka, dlouhodobý nehmotný majetek, má klesající trend. Naopak položka, dlouhodobý hmotný majetek, má výrazný narůstající trend. U dlouhodobých pohledávek byl vypořádan

klesající trend, který začal v období 2010/2011 a pokračuje i v následujícím. Krátkodobý finanční majetek meziročně postupně narůstá.

Výsledky vybraných položek pasiv viz Tab. 3.9 Horizontální analýza rozvahy – pasiva absolutní změna v tis. Kč.

Tab. 3.9 Horizontální analýza rozvahy – pasiva absolutní změna v tis. Kč

Vybrané položky pasiv	Rok (Δ v tis. Kč)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
PASIVA CELKEM	-11 942	13 184	56 692
VLASTNÍ KAPITÁL	5 300	8 024	10 021
Základní kapitál	0	0	0
Kapitálové fondy	-1 642	442	-3 943
Rezervní fondy	653	322	380
VH minulých let	12 405	6 595	7 227
VH běžného účetního období (+/-)	-6 116	665	6 357
CIZÍ ZDROJE	-16 773	3 889	46 140
Rezervy	-538	0	0
Dlouhodobé závazky	590	-2 035	-2
Krátkodobé závazky	804	10 469	-941
Bankovní úvěry a výpomoci	-17 629	-4 545	47 083
Časové rozlišení	-469	1 271	531

Zdroj: vlastní zpracování

V období 2009/2010 došlo ke snížení hodnoty celkových pasiv. Celková pasiva se snížila z důvodu úbytku položky bankovní úvěry a výpomoci. Splacení úvěru bylo z části financováno prodejem dlouhodobého majetku. V období 2010/2011 narostla celková pasiva

na hodnotu 13 184 tis. Kč. Narostly položky vlastní kapitál o 8 024 tis. Kč a především krátkodobé závazky se zvýšily o 10 469 tis. Kč. V tomto období došlo ke snížení dlouhodobých závazků o 2 035 tis. Kč a bankovních úvěrů o 4 545 tis. Kč. Období mezi lety 2011 a 2012 přináší nárůst celkový pasiv o 56 692 tis. Kč. Tento růst je vysvětlen především nárůstem položky bankovní úvěry a výpomoci ve výši 47 083 tis. Kč. Ve sledovaném období 2009 – 2012 nejvíce narostl výsledek hospodaření za běžné období v letech 2011 a 2012.

Výsledky vybraných položek pasiv jsou uvedeny v Tab. 3.10 Horizontální analýza rozvahy – pasiva změna v %.

Tab. 3.10 Horizontální analýza rozvahy – pasiva změna v %

Vybrané položky pasiv	Rok (Δ v %)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
PASIVA CELKEM	-4,38	5,06	20,72
VLASTNÍ KAPITÁL	3,03	4,45	5,32
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00
Kapitálové fondy	-68,88	59,57	-333,02
Rezervní fondy	12,52	5,49	6,14
VH minulých let	11,87	5,64	5,85
VH běžného účetního období (+/-)	-46,84	9,58	83,57
CIZÍ ZDROJE	-17,97	5,08	57,37
Rezervy	-100,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	39,49	-97,65	-4,08
Krátkodobé závazky	1,33	17,07	-1,31
Bankovní úvěry a výpomoci	-57,34	-34,65	549,39
Časové rozlišení	-12,11	37,34	11,36

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota pasiv v období 2009/2010 klesla o -4,38 %, v období 2010/2011 začala růst a hodnota se vyšplhala na 5,06 % a v posledním sledovaném období 2011/2012 vzrostla o 20,72%. Dále se projevily významné změny u položek kapitálové fondy, výsledek hospodaření, dlouhodobé závazky a bankovní úvěry. Kapitálové fondy ve sledovaném období nejvíce meziročně poklesly o -333,02 % v letech 2011 a 2012. Výsledek hospodaření na počátku období klesl o -46,84 % a v posledním období meziročně narostl až o 83,57 %. Dlouhodobé závazky se nejvíce snížily meziročně v letech 2010 a 2011 o 97,65 %. Bankovní úvěry a výpomoci měly klesající tendenci na počátku, ale v letech 2011 a 2012 vzrostly o 549,39 %.

3.2.1.2 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Pomocí horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty jsou posuzovány vybrané položky v čase. U těchto položek budou interpretovány jejich meziroční změny. Změny stavu jednotlivých položek jsou provedeny jak v absolutním (tis. Kč), tak v relativním (v %). Výsledky vybraných položek výkazu zisku a ztráty viz Tab. 3.11 Horizontální analýza výkazů zisku a ztráty – absolutní změna v tis. Kč.

Tab. 3.11 Horizontální analýza výkazů zisku a ztráty – absolutní změna v tis. Kč

Vybrané položky VZZ	Rok (Δ v tis. Kč)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Výkony	-8 427	70 263	49 928
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-7 116	69 328	50 326
Tržby za prodej zboží	1 090	9 121	25 411
Výkonová spotřeba	-13 006	59 595	59 349
Přidaná hodnota	4 196	10 475	-2 980
Osobní náklady	-3 112	-1 814	12 958
Tržby z prodeje DM a materiálu	-3 796	11 309	-7 111
Provozní výsledek hospodaření	-6 703	-212	8 097
Finanční výsledek hospodaření	-1 346	2 609	-1 607
Daň z příjmů za běžnou činnost	-1 933	1 732	133
VH za účetní období (+/-)	-6 116	665	6 357

Zdroj: vlastní zpracování

V prvním období mezi lety 2009 a 2010 došlo ke snížení výsledku hospodaření o -6 116 tis. Kč. V dalších porovnávaných obdobích je tato situace zlepšena a výsledek hospodaření ve druhém období narostl o 665 tis. Kč a v posledním sledovaném období dosahuje meziročního nárůstu výši 6 357 tis. Kč.

V období mezi lety 2009 a 2010 se snížily výkony o -8 427 tis. Kč. Hlavním důvodem snížení položky výkony bylo zapříčeno tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb, jejichž hodnota se meziročně snížila o -7 116 tis. Kč.

V následujícím období je vyzorován obrat k lepšímu, který dokládá přírůstek výsledku hospodaření za účetní období. Položka výkony meziročně narostla o 70 263 tis. Kč. Na tomto zlepšení měly vliv tržby za prodej vlastních výrobků a služeb s nárůstem o necelých 70 000 tis. Kč. Se zvýšením položky tržby za prodej vlastních výrobků souvisí položka výkonová spotřeba, která se rovněž zvětšila o necelých 60 000 tis. Kč. Meziročně narostla položka tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu v hodnotě 11 309 tis. Kč.

V posledním sledovaném období pokračuje rostoucí trend, i když položka výkony nedosahuje takových hodnot jako předcházejícím období. Ovšem je nutné zmínit, že výrazně narostla položka výsledek hospodaření za běžnou činnost za účetní období o 6 357 tis. Kč. V tomto období nejvíce vzrostly položky tržby za prodej zboží o 25 411 tis. Kč a osobní náklady o 12 958 tis. Kč.

Výsledky vybraných položek výkazu zisku a ztráty viz Tab. 3.12 Horizontální analýza výkazů zisku a ztrát – relativní změna v %.

Tab. 3.12 Horizontální analýza výkazů zisku a ztrát – relativní změna v %

Vybrané položky VZZ	Rok (Δ v %)		
	2009/2010	2010/2011	2011/2012
Výkony	-1,95	16,61	10,12
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	-1,65	16,38	10,22
Tržby za prodej zboží	12,47	92,75	134,06
Výkonová spotřeba	-4,30	20,57	16,99
Přidaná hodnota	3,20	7,75	-2,05
Osobní náklady	-2,95	-1,77	12,87
Tržby z prodeje DM a materiálu	-14,45	50,33	-21,05
Provozní výsledek hospodaření	-35,85	-1,77	68,73
Finanční výsledek hospodaření	86,84	-90,09	559,93
Daň z příjmů za běžnou činnost	-47,28	80,37	3,42
VH za účetní období (+/-)	-46,84	9,58	83,57

Zdroj: vlastní zpracování

V prvním období mezi lety 2009 a 2010 výsledek hospodaření za účetní období poklesl o -46,84 %. V druhém období mezi lety 2010 a 2011 dochází k mírnému nárůstu hodnoty o 9,58 %. V posledním období výrazná změna k lepšímu s nárůstem hodnoty ve výši 83,57 %. Z pohledu výsledných hodnot stojí za zmínění položky tržby za prodej zboží a finanční

výsledek hospodaření. Tržby za prodej zboží v období mezi lety 2011 a 2012 dosáhly meziročního nárůstu o 134,06 % a položka finanční výsledek hospodaření v témže období dosáhla výrazného nárůstu o 559,93 %.

3.2.2 Vertikální analýza

Další částí z finanční analýzy je vertikální analýza. K výpočtu jsou použity účetní výkazy společnosti Alfa, a. s. ve sledovaném období mezi lety 2009 – 2012. Výsledkem této analýzy bude posouzení podílu dílčích položek ve vybraných účetních výkazech. Budou posuzovány dílčí položky k aktivům, pasivům a k tržbám celkem. Tyto vývoje dílčích položek jsou sledovány v čase.

3.2.2.1 Vertikální analýza rozvahy

Pomocí vertikální analýzy rozvahy budou posuzovány změny vybraných dílčích položek aktiv i pasiv v čase. Tyto dílčí změny budou následně interpretovány. Výsledky vybraných položek aktiv viz Tab. 3.13 Vertikální analýza rozvahy – aktiva.

Tab. 3.13 Vertikální analýza rozvahy - aktiva

Vybrané položky aktiv (%)	Rok			
	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00
DLOUHODOBÝ MAJETEK	40,74	35,35	34,44	38,32
Dlouhodobý nehmotný majetek	14,28	10,09	7,53	4,76
Dlouhodobý hmotný majetek	22,60	22,26	24,88	31,56
Dlouhodobý finanční majetek	3,85	3,00	2,03	2,01
OBĚŽNÁ AKTIVA	57,83	63,62	63,69	60,42
Zásoby	19,07	22,46	26,21	25,63
Dlouhodobé pohledávky	0,04	1,37	0,21	0,10
Krátkodobé pohledávky	35,69	35,95	31,52	26,79
Krátkodobý finanční majetek	3,04	3,85	5,75	7,89
Časové rozlišení	1,43	1,03	1,88	1,26

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka je rozdělena do dvou částí. První část je zaměřena na dlouhodobý majetek a druhá část na oběžná aktiva.

Dlouhodobý majetek se podílí na celkových aktivech mezi 35 % až 40 % v jednotlivých letech. Z vybraného období byl podíl na aktivech největší v roce 2009. V dalších dvou letech jeho hodnota mírně poklesla a v posledním roce je pozorován nárůst. Největší podíl na dlouhodobém majetku nese dlouhodobý hmotný majetek.

Oběžná aktiva se podílí na celkových aktivech od 58 % do 64 % ve sledovaném období. U položky oběžná aktiva tvoří největší část zásoby a krátkodobé pohledávky. Krátkodobé pohledávky mají podíl na aktivech v průměru 33 % a zásoby se podílejí na aktivech v průměru 23 %. Položka zásoby ve sledovaném období mírně narůstá a naopak krátkodobé pohledávky pozvolna klesají.

Výsledky vybraných položek pasiv viz Tab. 3.14 Vertikální analýza rozvahy – pasiva.

Tab. 3.14 Vertikální analýza rozvahy – pasiva

Vybrané položky pasiv (%)	Rok			
	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00
VLASTNÍ KAPITÁL	64,32	69,30	68,89	60,10
Základní kapitál	18,36	19,20	18,28	15,14
Kapitálové fondy	0,88	0,28	0,43	-0,84
Rezervní fondy	1,92	2,25	2,26	1,99
VH minulých let	38,37	44,89	45,14	39,58
VH běžného účetního období (+/-)	4,79	2,67	2,78	4,23
CIZÍ ZDROJE	34,26	29,39	29,40	38,32
Rezervy	0,20	0,00	0,00	0,00
Dlouhodobé závazky	0,55	0,80	0,02	0,01
Krátkodobé závazky	22,23	23,56	26,25	21,46
Bankovní úvěry a výpomoci	11,29	5,04	3,13	16,85
Časové rozlišení	1,42	1,31	1,71	1,58

Zdroj: vlastní zpracování

Z vybraného časového úseku vlastní kapitál zaujímá větší podíl na pasivech než cizí zdroje. Položka vlastní kapitál se vyvíjela konstantně v letech 2009, 2010 a 2011. Pouze v posledním roce 2012 se hodnota snížila na 60 %. Největší část z vlastního kapitálu tvoří výsledek hospodaření, jehož podíl na celkových pasivech byl v průměru okolo 42 %.

Položka cizí zdroje měla podíl na celkových pasivech na začátku sledovaného období 34 % a na konci sledovaného období 38 %. Krátkodobé závazky tvořily největší část z položky cizí zdroje a v průměru tvořily 24 % z celkových pasiv. Zajímavou položkou ve vývoji zastupují bankovní úvěry. Jejichž hodnota byla v roce 2009 11,3 %, v roce 2010 se snížila na 5 %, v roce 2011 poklesla až na hodnotu 3 % a v posledním roce 2012 narostla na 17 %.

3.2.2.2 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Pomocí vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty budou posuzovány dílčí změny vybraných položek v čase. Dílčí změny položek budou následně interpretovány. Výsledky vybraných položek výkazu zisku a ztráty viz Tab. 3.15 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.

Tab. 3.15 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Vybrané položky VZZ (%)	Rok			
	2009	2010	2011	2012
TRŽBY CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00
Výkony	92,69	92,82	90,45	88,47
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	92,47	92,89	90,33	88,43
Tržby za prodej zboží	1,88	2,16	3,48	7,23
Výkonová spotřeba	65,04	63,58	64,05	66,56
Přidaná hodnota	28,14	29,67	26,71	23,24
Osobní náklady	22,69	22,49	18,46	18,51
Tržby z prodeje DM a materiálu	5,64	4,93	6,19	4,34
Provozní výsledek hospodaření	4,02	2,63	2,16	3,24
Finanční výsledek hospodaření	-0,33	-0,64	-0,05	-0,31
Daň z příjmů za běžnou činnost	0,88	0,47	0,71	0,65
VH za účetní období (+/-)	2,81	1,52	1,40	2,27

Zdroj: vlastní zpracování

Následuje popis vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty ve vybraném časově období 2009 – 2012. Položky výkony a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb mají mezi sebou přímou závislost. Hodnoty tržeb za vlastní výrobky a služby od roku 2009 mírně poklesly z 93 % na 89 %. Naopak tržby za prodej zboží mírně narostly, v roce 2009 dosahovaly 2 % a v roce 2012 přibližně 7 %. S tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb souvisí výkonová spotřeba, která udržuje konstantní hladinu okolo 65 %. Přidaná hodnota ve sledovaných letech mírně klesá a dosahuje v posledním roce 23 %.

Výsledek hospodaření dosáhl největší hodnoty 2,81 % v roce 2009 a nejnižší hodnoty 1,4 % v roce 2011. Společnost si udržuje přibližně stejnou výši výkonů na celkových tržbách, která se pohybuje okolo 91 % v průměru.

3.2.3 Analýza poměrových ukazatelů

Poměrové ukazatele patří mezi základní nástroje finanční analýzy. Tyto ukazatele dávají do poměrů jednotlivé položky či skupiny položek z účetních výkazů. U společnosti Alfa, a. s. bude provedena analýza těchto ukazatelů: rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti.

3.2.3.1 Ukazatele rentability

V následující Tab. 3.16 Ukazatele rentability jsou uvedeny výsledky jednotlivých ukazatelů ve sledovaném období 2008 – 2012.

Tab. 3.16 Ukazatele rentability

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
ROA (%)	14,83	6,86	4,61	4,31	6,02
ROE (%)	17,85	7,45	3,85	4,04	7,03
ROCE (%)	23,79	10,58	6,57	6,25	10,01
ROS (%)	7,47	4,02	2,63	2,16	3,24

Zdroj: vlastní zpracování

V oblasti rentability si společnost vede velice dobře. Za povšimnutí stojí především rok 2008, kdy jednotlivé ukazatele dosahovaly vysokých hodnot. Významný nárůst je především v oblasti rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability dlouhodobých zdrojů. Tento fakt dokládá ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů v roce 2008, kdy 1 Kč vložena do podniku přinesla 0,23 Kč zisku. Došlo, tak k navýšení výnosnosti vlastního kapitálu spojeného s dlouhodobými zdroji. Všechny hodnoty ukazatelů v roce 2008 byly nejvyšší ve sledovaném období.

Změna trendu je vyzorována v roce 2009. Vlivem ekonomické krize klesá poptávka a podniku se už tak dobře nedaří. Hodnoty u všech použitých ukazatelů se snížily téměř o polovinu oproti předchozímu roku. Nicméně podnik dosahuje stále kladných hodnot a dochází k zhodnocování investovaného kapitálu.

V roce 2010 přetrvávala ekonomická krize v ČR, i přesto podnik dokázal zhodnocovat kapitál a dosahovat poměrně slušné rentability tržeb. Nejméně se dařilo podniku v roce 2011, ale hned v dalším roce 2012 došlo k lepšímu obratu.

Podnik přečkal nepříliš dobré období ve velmi slušné ekonomické kondici. Podniky na trhu omezily výrobu nebo dokonce úplně přestaly vyrábět. Některé se dostaly do velkých finančních a existenčních problémů. Trend, který začal v roce 2012, bude i nadále pokračovat a bude očekáváno zlepšení v dalších letech. V současné době na trhu dochází k zlepšení ekonomické situace, která se projevuje zvýšenou poptávkou po zboží a službách.

3.2.3.2 Ukazatele aktivity

V následující Tab. 3.17 Ukazatele aktivity jsou uvedeny výsledky jednotlivých ukazatelů ve sledovaném období 2008 – 2012.

Tab. 3.17 Ukazatele aktivity

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Obrat celkových aktiv	1,99	1,71	1,75	1,99	1,86
Obrat zásob	7,86	8,96	7,79	7,61	7,25
Obrat pohledávek	5,03	4,79	4,87	6,32	6,94
Obrat závazků	8,61	7,69	7,43	7,59	8,66
Doba obratu aktiv (dny)	181,31	210,68	205,75	180,63	193,68
Doba obratu zásob (dny)	45,79	40,18	46,21	47,33	49,64
Doba obratu pohledávek (dny)	71,58	75,19	73,97	56,94	51,90
Doba obratu závazků (dny)	41,80	46,83	48,47	47,41	41,56

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě tabulky bude popsáno, jak podnik efektivně hospodařil se svými aktivy ve vymezeném období 2008 - 2012. Podnik dosáhl nejkratší doby obratu v roce 2008 a 2011. Tato doba trvala přibližně 181 dnů. V ostatních letech se doba obratu aktiv pohybovala od 193 do 210 dnů. U doby obratu zásob nelze vyčíst nějaký plynulý vývoj. Doba obratu zásob se pohybuje okolo 40 dnů. Doba obratu pohledávek má klesající trend, což je pro podnik velice příznivé. Doba obratu pohledávek v roce 2008 trvala přibližně 72 dnů a k roku 2012 tato doba klesla na necelých 52 dnů. Doba obratu závazků ve sledovaném období se pohybovala okolo 40 dnů. V roce 2012 byla nejnižší a trvala 42,56 dnů.

Následně bude popsán obrat zásob a obrat pohledávek. Obrat zásob má klesající trend. Podnik dosáhl nejnižšího obratu zásob v roce 2012, bylo to 7,25 obrátek. Podnik by se měl zaměřit na obrat pohledávek, neboť hodnota ukazatele postupně narůstá.

Doba obratu pohledávek a doba obratu závazků porušuje pravidlo solventnosti. Toto pravidlo je porušováno po celou dobu sledovaného období. Ke konci sledovaného období došlo k zlepšení řízení pohledávek. Podniku je doporučeno dále sledovat platební schopnost odběratelů.

3.2.3.3 Ukazatele likvidity

V následující Tab. 3.18 Ukazatele likvidity jsou uvedeny výsledky jednotlivých ukazatelů ve sledovaném období 2008 – 2012.

Tab. 3.18 Ukazatele likvidity

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Běžná likvidita	2,90	2,60	2,70	2,43	2,82
Pohotová likvidita	1,81	1,74	1,75	1,43	1,62
Okamžitá likvidita	0,10	0,14	0,16	0,22	0,37
ČPK	113 725	96 975	104 340	102 429	128 672

Zdroj: vlastní zpracování

V podniku nedochází k výrazným výkyvům v oblasti likvidity. Vývoj hodnot ukazatelů je konstantní ve sledovaném období 2008 – 2012.

V předchozí kapitole bylo uvedeno doporučené rozmezí hodnot pro běžnou likviditu, které se pohybuje od 1,5 do 2,5. Podle doporučených hodnot podnik splňoval tuto hranici pouze v roce 2011. V ostatních letech se hodnoty ukazatele pohybovaly od 2,6 do 2,9.

Druhým ukazatelem je pohotová likvidita. Doporučené hodnoty se pohybují od 1,0 do 1,5. Opět došlo k nesplnění tohoto pravidla, kdy se podnik dostal do vymezené hranice pouze v roce 2011. V dalších letech se hodnoty pohybovaly od 1,6 do 1,8, což není až tak velký odskok od doporučených hodnot.

Posledním druhem likvidity byla okamžitá. Doporučená hodnota ukazatele by neměla být větší než 0,2. Tuto doporučenou hranici splňují roky 2008 až 2011. Jen v roce 2012 byla hodnota okamžité likvidity 0,37.

K ukazatelům likvidity byl přiřazen rozdílový ukazatel čistý pracovní kapitál. Čistý pracovní kapitál je popisován jako část oběžného majetku, která je kryta dlouhodobými zdroji. Hodnoty ukazatele narůstají ve sledovaném období a nejvyšší naměřená hodnota byla v roce 2012.

3.2.3.4 Ukazatele zadluženosti

V následující Tab. 3.19 Ukazatele zadluženosti jsou uvedeny výsledky jednotlivých ukazatelů ve sledovaném období 2008 – 2012.

Tab. 3.19 Ukazatele zadluženosti

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Celková zadluženost (%)	36,28	34,26	29,39	29,40	38,32
Podíl vlastního kapitálu na aktivech (%)	62,20	64,32	69,30	68,89	60,10
Zadluženost vlastního kapitálu (%)	58,33	53,27	42,41	42,67	63,76
Úrokové krytí	14,71	11,15	14,45	29,90	31,75

Zdroj: vlastní zpracování

V období 2008 – 2012 byla celková zadluženost podniku udržována na přiměřené úrovni. Celková zadluženost klesala od roku 2008 do roku 2011. Hodnota v roce 2008 činila 36 % a

v roce 2011 30 %. V roce 2012 došlo k nárůstu hodnoty na 38 %. Podnik nadále udržuje zadluženost pod doporučenou úrovní 50 %.

Ukazatelem dlouhodobé finanční stability je podíl vlastního kapitálu na aktivech. U tohoto ukazatele byl vypořizován rostoucí trend, který trval od roku 2008 do roku 2011. V roce 2012 došlo ke snížení ukazatele na úroveň 60 %. Obecně platí u tohoto ukazatele, že růst hodnot značí finanční stabilitu. Nicméně příliš vysoké hodnoty ukazatele mohou směřovat k poklesu výnosnosti vložených prostředků.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu hodnotí zadluženost vlastních zdrojů. Hodnota ukazatele u stabilních podniků by se měla pohybovat v pásmu od 80 do 120 %. Výsledné hodnoty ukazatele nemohou být zařazeny ani v jednom roce do doporučeného pásma. Nejblíže byla hodnota v roce 2012 k doporučenému pásmu, kdy ukazatel činil téměř 64 %.

Posledním vybraným ukazatelem zadluženosti je úrokové krytí. Ukazatel vyjadřuje, kolikrát je zisk vyšší než placené úroky. Hodnota ukazatele vzrostla od roku 2008 z 15 na 32. Hodnota ukazatele v čase narůstá, což je pro podnik dobrá zpráva.

3.2.4 Souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku

V předešlé fázi hodnocení podniku byly použity jednotlivé skupiny poměrových ukazatelů, které hodnotí finanční zdraví podniku. V této části budou použity souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku. Souhrnné modely jsou použity z důvodu včasného rozpoznání příčin nestability podniku. Příčiny nestability se projevují úpadkem podniku. Byly zvoleny bankrotní a bonitní modely. Zástupcem bankrotního modelu bude Altmanův model a zástupcem bonitního modelu bude Kralicekův Quicktest.

3.2.4.1 Bankrotní model

Bankrotní modely sledují vývoj finanční situace podniku a hodnotí, zda podnik může do určité doby zbankrotovat. Bankrotující podniky vykazují určité symptomy, které se snaží bankrotní modely zachytit. Pro odhad budoucího možného bankrotu bude použit Altmanův model. Výsledné Z-score bude vypočítáno podle rovnice (2.22) pro podnik, jehož akcie nejsou veřejně obchodovatelné na burze. Konečné hodnoty Altmanova Z-Score viz Tab. 3.20 Altmanovo Z-Score.

Tab. 3.20 Altmanovo Z-Score

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Z-Score	3,57	3,00	3,19	3,40	3,02

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnocení bylo provedeno podle přílohy č. 1 Interpretace výsledků. Výsledky tohoto testu dopadly pro podnik Alfa, a. s. velice uspokojivě. Hodnoty indexu jednotlivých let byly zařazeny do pásma prosperity. Hodnota indexu přesáhla hraniční hodnotu 2,9, která je označována jako pásmo prosperity. Pro podnik je to velice povzbudivá zpráva, neboť se podnik vyhnul problémům a nástrahám ekonomické krize. Nejvyšší hodnota byla naměřena v roce 2008, která činila 3,57 a nejnižší byla v roce 2009. Podnik by měl být i nadále ostražitý, protože v roce 2012 hodnota indexu poklesla na 3,02.

Na základě provedeného testu je rozhodnuto, že podnik nemá finanční problémy. Jedná se o zdravý podnik a v blízké budoucnosti mu nehrozí úpadek.

3.2.4.2 Bonitní model

Bonitní modely sledují finanční zdraví podniku. Zástupcem bonitních modelů byl zvolen Kralickýv Quicktest. Tento model se skládá ze čtyř rovnic, viz vzorec (2.22), podle kterých je hodnocena situace v podniku. Hodnocení jednotlivých ukazatelů bylo provedeno podle přílohy č. 2 Bodování hodnot jednotlivých ukazatelů Kralicekova Quicktestu. Výsledné hodnoty a bodové ohodnocení čtyř rovnic viz Tab. 3.21 Hodnoty jednotlivých ukazatelů Kralickova Quicktestu.

Tab. 3.21 Hodnoty jednotlivých ukazatelů Kralickova Quicktestu

Ukazatel	Rok									
	2008		2009		2010		2011		2012	
	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body	Hodnota	Body
R1	0,622	4	0,643	4	0,693	4	0,689	4	0,601	4
R2	0,169	4	0,154	4	0,126	4	0,116	4	0,147	4
R3	0,148	3	0,069	1	0,046	1	0,043	1	0,060	1
R4	1,059	4	1,278	4	1,252	4	1,136	4	1,258	4

Zdroj: vlastní zpracování

Po bodovém ohodnocení jednotlivých ukazatelů budou provedeny další kroky testu. Následně bude hodnocena finanční stabilita (FS), výnosová stabilita (VS) a bude provedeno souhrnné hodnocení finanční situace podniku (SH). Výsledné hodnoty těchto ukazatelů jsou uvedeny v Tab. 3.22 Výsledný ukazatel Kralickova Quicktestu.

Tab. 3.22 Výsledný ukazatel Kralickova Quicktestu

Ukazatel	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
FS	4	4	4	4	4
VS	3,5	2,5	2,5	2,5	2,5
SH	3,75	3,25	3,25	3,25	3,25

Zdroj: vlastní zpracování

Podle přílohy č. 3 Interpretace výsledků Kralickova Quicktestu, je podnik označen jako velmi dobrý podnik a finančně zdravý. Naměřené hodnoty ve sledovaném období 2008 – 2012 jsou větší, jak hodnota indexu 3. Jednotlivé dílčí ukazatele jsou hodnoceny následovně. Finanční stabilita vykazuje velmi dobrou úroveň podniku. Ve všech letech je hodnota indexu na úrovni 4.

Výnosová schopnost podniku zůstala ve sledovaném období na úrovni hodnoty indexu 2,5. Výjimkou byl pouze rok 2008, kdy hodnota indexu bylo dokonce 3,5, což byl velice dobrý výsledek.

Souhrnné hodnocení finanční situace podniku vykazuje v jednotlivých letech hodnotu indexu větší než 3. Rok 2008 dopadl s velmi dobrým výsledkem, hodnota indexu byla na úrovni 3,75. Tato naměřená hodnota byla nejvyšší. V dalších letech se hodnota indexu držela na úrovni 3,25.

Po provedeném testu je rozhodnuto, že zjištěný stav podniku je velice uspokojivý. Diagnostika určila, že podnik je finančně zdravý a finančně důvěryhodný.

3.2.5 Závěr finanční analýzy

Hodnocení finanční situace podniku bylo provedeno podle poměrových ukazatelů, bankrotních a bonitních modelů. Hodnocení proběhlo podle těchto ukazatelů: rentability, aktivity, likvidity a zadluženosti. Altmanovým modelem bylo testováno možné ohrožení podniku bankrotem. Pomocí Kralicekova Quicktestu bylo testováno finanční zdraví podniku. Dílčí výsledky jednotlivých ukazatelů byly zjišťovány ve sledovaném období 2008 – 2012.

V oblasti rentability si společnost vedla velice dobře. Významný nárůst je především v oblasti rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability dlouhodobých zdrojů. V oblasti aktivity jednotlivé obraty postupně v čase narůstají. Společnost výrazně snížila dobu obratu pohledávek a doba obratu závazků se vyvíjí v konstantním tempu. U použitých ukazatelů likvidity nedochází k výrazným výkyvům hodnot. Vývoj hodnot ukazatelů byl konstantní ve sledovaném období 2008 – 2012 a podnik, tak dosahoval dobrých výsledků v oblasti likvidity. Podnik udržuje celkovou zadluženost na přiměřené úrovni. Altmanův model nás ujistil, že podnik nemá finanční problémy. Jedná se o zdravý podnik a v blízké budoucnosti mu nehrozí úpadek. Pomocí Kralicekova Quicktestu bylo hodnoceno finanční zdraví podniku, které je velice uspokojivé. Diagnostika určila, že podnik je finančně zdravý a finančně důvěryhodný.

Podnik přečkal nepříliš dobré období ve velmi slušné ekonomické kondici. Podniky na trhu musely omezit výrobu nebo dokonce úplně přestat vyrábět a dostaly se do velkých finančních a existenčních problémů. V současné době na trhu dochází k zlepšení ekonomické situace, která se projevuje zvýšenou poptávkou po zboží a službách.

3.3 SWOT analýza

Pomocí této metody jsou identifikovány silné a slabé stránky podniku, které se vztahují k internímu prostředí dané společnosti. Vnější prostředí popisují možné příležitosti a hrozby, které nemůže podnik vlastními silami ovlivnit. Pomocí provedených analýz je sestavena SWOT analýza pro oceněný podnik Alfa, a. s., viz Tab. 3.23 SWOT analýza společnosti Alfa, a. s.

Tab. 3.23 SWOT analýza společnosti Alfa, a. s.

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none">• Tradice a značka• Kvalita výrobků a poskytovaných služeb• Kvalifikovaní zaměstnanci• Vlastní vývojové středisko• Rychlá a kvalitní montáž• Orientace na zahraniční trhy• Vymezená firemní filozofie týkající se kvality• Systém managementu jakosti – ČSN EN ISO 9001• Řada významných ocenění• Široké portfolio výrobků v oblasti stínící techniky	<ul style="list-style-type: none">• Porušení pravidla solventnosti ukazatele aktivity• Přiměřené překročení doporučených hodnot u ukazatelů likvidity
Příležitosti	Hrozby
<ul style="list-style-type: none">• Expanze na další evropské trhy• Investice do výzkumu a vývoje• Dodavatelsko-odběratelské vztahy	<ul style="list-style-type: none">• Silná konkurence• Přetrvávající dopady hospodářské krize• Ceny vstupních surovin a energií• Vývoj směnných kurzů

Zdroj: vlastní zpracování

Na základě SWOT analýzy byla provedena identifikace silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb oceňovaného podniku Alfa, a. s. Z tabulky vyplývá, že silné stránky jasně převyšují nad slabými stránkami. Mezi hlavní silné stránky patří zavedená tradice a značka společnosti, kvalifikovaný personál podniku, vlastní vývojové středisko a orientace na zahraniční trhy. Slabé stránky podniku byly identifikovány pomocí finanční analýzy. Došlo k porušení pravidla solventnosti u ukazatele aktivity a k přiměřenému překročení doporučených hodnot u ukazatelů likvidity.

V další části SWOT analýzy jsou uvedeny možné příležitosti a hrozby podniku. Mezi příležitostmi patří prodej výrobků a služeb na dalších evropských trzích, investice do výzkumu a vývoje s podporou evropských dotačních programů a dodavatelsko-odběratelské vztahy. Hrozby jsou tvořeny silnou konkurencí v odvětví, přetrvávajícími dopady hospodářské krize, zvyšující se cenou surovin a energií a nepředvídatelnými změnami směnných kurzů.

3.4 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je důležitým krokem k ocenění podniku. Plán je sestaven především z důvodu použití výnosových metod. Při tvorbě finančního plánu byly využity finanční výkazy z období 2008 – 2012, jako podklad pro tvorbu finančního plánu budoucích let. Provedená finanční analýza ukázala náhled na možný budoucí vývoj oceňovaného podniku Alfa, a. s. Vypracovaný finanční plán obsahuje vybrané položky z plánovaného výkazu zisku a ztráty a z plánované rozvahy pro období 2013 – 2017. Tyto vybrané položky jsou uvedeny v Tab. 3.24 Vývoj jednotlivých položek v období 2013 – 2017.

Tab. 3.24 Vývoj jednotlivých položek v období 2013 – 2017 (tis. Kč)

Položka/Rok (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017
Aktiva celkem	304 427	326 142	349 406	374 330	401 032
Bankovní úvěry a výpomoci	50 088	45 079	40 571	36 514	32 863
Cizí zdroje	110 858	124 322	138 983	154 936	172 285
Dlouhodobý majetek	112 894	120 297	128 186	136 592	145 549
EAT	11 997	13 849	15 987	18 455	21 303
EBIT	17 203	18 987	20 956	23 129	25 528
Krátkodobé závazky	69 907	73 888	78 096	82 543	87 244
Nákladové úroky	2 605	2 034	1 464	893	323
Oběžná aktiva	188 691	204 335	221 276	239 622	259 489
Odpisy	16 934	18 045	19 228	20 489	21 832
Tržby	545 690	573 835	603 431	634 553	667 280
Vlastní kapitál	193 569	201 820	210 424	219 394	228 746

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj následujících hodnot jednotlivých položek byl vytvořen pomocí účetních výkazů z minulých let a je brán ohled na zlepšení ekonomické situace na trhu. V minulých letech docházelo k meziročnímu růstu aktiv. Tento nastavený trend bude nadále pokračovat. Aktiva porostou meziročně o 7 %. V roce 2012 dosahovaly bankovní úvěry částky 55 653 tis. Kč. Ve finančním plánu je stanovena prognóza meziročního poklesu o -10 % z celkové částky bankovních úvěrů. Tuto hodnotu představuje roční splátka bankovního úvěru. S položkou bankovní úvěry souvisí nákladové úroky. Výše nákladových úroků se bude vyvíjet podle velikosti bankovního úvěru. Ve finančním plánu je stanovena prognóza růstu cizích zdrojů. Růst dlouhodobého majetku je stanoven na 6,5 % v každém roce. Tento růst je zdůvodněn obměnou dlouhodobého hmotného majetku a nákupem nových technologií ke zvýšení konkurenceschopnosti podniku. Položka odpisy je stanovena z hodnoty dlouhodobého majetku. Velikost roční odpisu bude činit 15 % z celkové hodnoty dlouhodobého majetku. U položky EBIT neboli zisk před úroky a zdaněním bude docházet ke každoročnímu růstu ve výši 10 %. S položkou EBIT souvisí další položka EAT, která bude mít podobnou vývojovou tendenci. U položky krátkodobé závazky bude docházet k meziročnímu růstu přibližně ve výši 5 %. Oběžná aktiva budou meziročně narůstat na úroveň 8 %. Plánované tržby byly stanoveny na meziroční růst v hodnotě 5 %. U položky vlastní kapitál bude docházet k meziročnímu růstu ve výši 4 %.

4 Aplikace zvolených metod na vybraný podnik

4.1 Metoda diskontovaného cash flow (entity)

Metoda DCF entity patří mezi výnosové metody oceňování. Tato metoda je založena na odhadu budoucích volných peněžních toků. V tomto případě je oceňován celkový kapitál podniku. Celkový kapitál tvoří volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele FCFF, který je diskontován nákladem celkového kapitálu WACC. Budoucí peněžní toky se budou vztahovat k časovému období 2013 – 2017. Toto časové období je rozděleno do dvou fází. První fáze bude zahrnovat období 2013 – 2016 a druhá fáze bude tvořit časový úsek od roku 2017 až do nekonečna.

4.1.1 Stanovení nákladů na celkový kapitál

Nyní bude proveden výpočet nákladů na celkový kapitál WACC. Budoucí peněžní toky jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu WACC. Náklady celkového kapitálu tvoří náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Pro výpočet stanovení nákladů na celkový kapitál je použit vzorec (2.24).

4.1.1.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou určeny pomocí odhadu úrokové sazby z úvěrů. Určení nákladů na cizí kapitál viz Tab. 4.1 Odhad nákladů cizího kapitálu.

Tab. 4.1 Odhad nákladů cizího kapitálu

Položka	Rok				
	2013	2014	2015	2016	Průměr
Bankovní úvěry a výpomoci (tis. Kč)	50 088	45 079	40 571	36 514	43 063
Nákladové úroky (tis. Kč)	2 605	2 034	1 464	893	1 749
Průměrné R_D (%)	3,29%				

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.1.2 Náklady na vlastní kapitál

Pomocí stavebnicové metody jsou odhadnuty náklady na vlastní kapitál. Tento stavebnicový model vychází z metodiky Ministerstva průmyslu a obchodu.

Při výpočtu $WACC_U$ jsou nejprve stanoveny rizikové přírážky. Model tvoří tyto přírážky: bezriziková úroková míra R_F , riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko $R_{podnikatelské}$, riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability $R_{finstab}$ a riziková přírážka za velikost podniku R_{LA} .

Bezriziková úroková míra R_F je stanovena na úroveň 2,31 % po celé plánované období dle MPO (2013). Zmíněná bezriziková sazba je stanovena jako výnos 10letých státních dluhopisů. K stanovení rizikové přírážky v podobě produkční síly $R_{podnikatelské}$ je zvolena doporučená minimální hodnota r_{pod} 2,31 % dle MPO (2013). Tato hodnota je z odvětví, ve kterém působí oceňovaný podnik a minimální hodnota r_{pod} bude konstantní po celou dobu

plánovaného období. Stanovení hodnot rizikových přírážek R_{LA} , $R_{finstab}$ a $R_{podnikatelské}$ viz příloha č. 6. Součástí přílohy č. 6 jsou vzorce pro výpočet $WACC_U$ (4.1) a R_E (4.2).

Po výpočtu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy $WACC_U$ jsou určeny celkové náklady zadlužené firmy a následně stanoveny náklady vlastního kapitálu R_E . Výsledné hodnoty zbylých rizikových přírážek, hodnotu nákladů vlastního kapitálu R_E a hodnotu nákladů na celkový kapitál WACC můžeme vidět v Tab. 4.2 Výpočet WACC.

Tab. 4.2 Výpočet WACC

Položka (%)	Rok				
	2013	2014	2015	2016	2017
R_F	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
R_{LA}	4,52	4,51	4,49	4,48	4,46
$R_{podnikatelské}$	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
$R_{finstab}$	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
$WACC_U$	9,14	9,13	9,11	9,10	9,08
WACC	5,02	4,84	4,68	4,56	4,46
R_E	6,37	6,17	6,02	5,89	5,80
R_D	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.2 Stanovení volných peněžních toků v období 2013 – 2017

Při výpočtu jsou čerpána data z finančního plánu pro období 2013 – 2017. Výpočet vychází z výsledku hospodaření před zdaněním, který je snížen o daň z příjmů. Pro vybrané časové období je použita sazba daně z příjmů pro právnické osoby ve výši 19 %. Po odečtení daně jsou získány hodnoty položky výsledek hospodaření po zdanění. Výsledek hospodaření po zdanění je upraven následujícím způsob, kdy je přičtena hodnota odpisů, odečtena změna ČPK a odečteny investice v jednotlivých letech plánovaného období. Výsledné hodnoty FCFF viz Tab. 4.3 Výpočet volných peněžních toků v období 2013 – 2017.

Tab. 4.3 Výpočet volných peněžních toků v období 2013 - 2017

Výpočet FCFF/Rok (tis. Kč)	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
VH před zdaněním	17 203	18 987	20 956	23 129	25 528
Daň z příjmů za běžnou činnost	3 269	3 608	3 982	4 395	4 850
VH po zdanění	13 935	15 380	16 974	18 735	20 677
+ odpisy	16 934	18 045	19 228	20 489	21 832
- změna ČPK	-9 888	11 663	12 734	13 899	15 166
- investice	-13 684	7 403	7 889	8 406	8 957
FCFF	54 441	14 358	15 580	16 919	18 386

Zdroj: vlastní zpracování

4.1.3 Stanovení hodnoty podniku metodou DCF entity

Po provedení výpočtu WACC a FCFF následuje určení konečné hodnoty podniku. Metoda DCF entity se skládá ze dvou kroků. V prvním kroku je provedeno ocenění investovaného kapitálu, který je diskontován volnými peněžními toky. Výpočet je proveden podle vzorce (2.25). Podle principu Gordonova vzorce je vypočtena pokračující hodnota podniku. Tempo růstu g ve druhé fázi je určeno podle Ministerstva financí České republiky (2014), které predikuje růst ve výši 1,4 %. Ve druhém kroku je určena hodnota vlastního kapitálu podle vzorce (2.26). Konečná hodnota výpočtu viz Tab. 4.4 Určení hodnoty podniku metodou DCF entity v tis. Kč

Tab. 4.4 Určení hodnoty podniku metodou DCF entity v tis. Kč

Výpočet FCFF/Rok (tis. Kč)	1. fáze				2. fáze
	2013	2014	2015	2016	2017
Volné peněžní toky FCFF	54 441	14 358	15 580	16 919	18 386
Náklady na celkový kapitál WACC	5,02%	4,84%	4,68%	4,56%	4,46%
Diskontní faktor	0,9522	0,9099	0,8717	0,8367	
Diskontované FCFF	51 837	13 064	13 581	14 156	
Hodnota 1. fáze	92 638				
Pokračující hodnota	561 443				
Hodnota 2. fáze	471 605				
Hodnota podniku	564 243				

Zdroj: vlastní zpracování

Celková hodnota podniku Alfa, a. s. dle metody DCF entity činí 564 243 tis. Kč. Po odečtení hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění je určena hodnota vlastního kapitálu ve výši 437 673 tis. Kč.

4.1.4 Měření citlivosti vlastního kapitálu při změně tempa růstu

Následující tabulka dokazuje, jak malá provedená změna tempa růstu způsobí rozdíl ve výsledných hodnotách podniku. Doporučeno je zodpovědně přistupovat ke zvolení hodnoty tempa růstu, neboť výsledná hodnota nebude odrážet skutečný stav. Hodnoty v tabulce ukazují, že vyšší hodnota tempa růstu má za následek rostoucí hodnotu podniku. Při změně tempa růstu se mění hodnota podniku, viz Tab. 4.5 Měření citlivosti vlastního kapitálu při změně g.

Tab. 4.5 Měření citlivosti vlastního kapitálu při změně g

Položky (tis. Kč)	Tempo růstu g			
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
Současná hodnota 1. fáze	92 638	92 638	92 638	92 638
Současná hodnota 2. fáze	361 070	415 370	488 042	590 308
Pokračující hodnota podniku	429 852	494 496	581 011	702 758
Hodnota podniku brutto	453 708	508 008	580 680	682 945
Úročený cizí kapitál	126 570	126 570	126 570	126 570
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	327 138	381 438	454 110	556 375

Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Stanovení hodnoty podniku je provedeno pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů pracuje se současnou hodnotou budoucích zisků. Na základě historických dat jsou odhadovány budoucí zisky. Předpokladem je, že podnik bude dosahovat, alespoň takových výnosů jako v minulých letech. Výchozí data jsou vybrána z výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2012. Postup výpočtu viz Tab. 4.6 Výpočet upraveného výsledku hospodaření.

Tab. 4.6 Výpočet upraveného výsledku hospodaření

Položka (tis. Kč)	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
VH před zdaněním	28 765	13 058	6 942	7 607	13 964
+ Odpisy	6 409	8 609	19 403	12 336	12 625
- Finanční výnosy	10 775	9 812	6 774	6 972	5 064
- Tržby z prodeje DM	212	20	559	2 647	754
+ Zůstatková cena prodaného DM	171	0	432	2 308	65
- Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
+ Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
Upravený VH před odpisy	24 358	11 835	19 444	12 632	20 836

Zdroj: vlastní zpracování

V této části výpočtu je provedena úprava výsledku hospodaření o inflaci. Při sestavení cenového indexu řetězového se vychází z míry inflace v letech 2008 – 2012. Poté je cenový index řetězový upraven na cenový index bazický vztažený k roku 2012. Výpočet směřuje k dalšímu kroku, kdy upravený výsledek hospodaření o inflaci je násoben stanovenými váhami v jednotlivých letech. Jednotlivé kroky výpočtu viz Tab. 4.7 Úprava výsledku hospodaření o inflaci.

Tab. 4.7 Úprava výsledku hospodaření o inflaci

Položka	Rok				
	2008	2009	2010	2011	2012
Upravený VH před odpisy (tis. Kč)	24 741	11 855	20 435	17 587	21 655
Míra inflace (%)	6,3	1	1,5	1,9	3,3
Cenový index řetězový	1,063	1,010	1,015	1,019	1,033
Cenový index bazický vztažený k roku 2012	0,927	0,936	0,950	0,968	1,000
UVH upravený o inflaci (tis. Kč)	26 698	12 666	21 510	18 167	21 655
Váhy	1	2	3	4	5
UVH upravený o inflaci . váhy (tis. Kč)	26 698	25 332	64 531	72 669	108 275

Zdroj: vlastní zpracování

Trvale odnímatelný čistý výnos je určen podle vzorce (2.29). Daňový základ je určen pomocí rozdílu trvale odnímatelného čistého výnosu před daní a výši odpisu z roku 2012. Následně tento daňový základ je snížen o daň a je získán trvale odnímatelný čistý výnos po dani. Postup výpočtu viz následující Tab. 4.8 Určení trvale odnímatelného čistého výnosu po dani.

Tab. 4.8 Určení trvale odnímatelného čistého výnosu po dani

Položka	Hodnota (tis. Kč)
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní (269 351/15)	17 957
Daňový základ (s odpisy z posledního roku)	5 332
Daň (19 %)	1 013
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	4 319

Zdroj: vlastní zpracování

K určení kalkulované úrokové míry je nutné znát hodnotu nákladů na vlastní kapitál a výši předpokládané dlouhodobé inflace. Náklady na vlastní kapitál jsou převzaty z metody DCF entity. Předpokládaná dlouhodobá míra inflace je stanovena podle predikce Ministerstva financí ČR. Kalkulovaná úroková míra je vypočítána rozdílem položek náklady na vlastní

kapitál a předpokládaná dlouhodobá inflace. Konečná výnosová hodnota podniku je určena pomocí vzorce (2.30). Konkrétní podoba výpočtu viz Tab. 4.9 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu.

Tab. 4.9 Stanovení hodnoty vlastního kapitálu

Položka	Hodnota
Náklady na vlastní kapitál (%)	5,80
Předpokládaná dlouhodobá inflace (%)	2,30
Kalkulovaná úroková míra (%)	3,50
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	123 392

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí metody kapitalizovaných čistých výnosů je určena hodnota vlastního kapitálu ve výši 123 392 tis. Kč. Tato hodnota je považována za dolní odhad výnosové hodnoty podniku Alfa, a. s. Tato nízká hodnota vlastního kapitálu byla ovlivněna především hodnotami, které pocházely z období finanční a hospodářské krize. Podnik disponoval velkým množstvím aktiv, ale výsledky hospodaření dosahovaly nízkých hodnot vzhledem k hodnotám aktiv podniku.

Z důvodu nízké hodnoty vlastního kapitálu podniku je proveden ještě jeden výpočet ke stanovení hodnoty vlastního kapitálu podle vzorce (4.3), viz příloha č. 7. Provedený výpočet hodnoty vlastního kapitálu viz Tab. 4.10 Upravená hodnota vlastního kapitálu.

Tab. 4.10 Upravená hodnota vlastního kapitálu

Položka	Hodnota
Diskontovaná sazba (%)	3,50
Očekávaný růst (%)	1,40
Hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)	205 654

Zdroj: vlastní zpracování

Ve výpočtu je upravena kalkulovaná úroková míra, která je snížena o očekávané tempo růstu. Na základě provedeného výpočtu hodnota vlastního kapitálu činí 205 654 tis. Kč.

4.3 Účetní metoda

Účetní metoda vychází ze stavových veličin, které jsou uvedeny v rozvaze. Používá se ocenění na základě historických cen. Tato metoda je vypočítána podle vzorce (2.33). Po odečtení cizích zdrojů od účetní hodnoty aktiv je zjištěna hodnota vlastního kapitálu. Výsledná hodnota zjištěna metodou účetní viz Tab. 4.11 Účetní hodnota podniku.

Tab. 4.11 Účetní hodnota podniku

Položka	Hodnota v tis. Kč
Účetní hodnota aktiv	330 283
Cizí zdroje v účetní hodnotě	126 570
Účetní hodnota podniku	203 713

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí účetní metody jsme zjistili hodnotu podniku k datu ocenění, která činí 203 713 tis. Kč.

5 Zhodnocení dosažených výsledků

Na základě provedených analýz a zvolených metod ocenění vybraného podniku Afla, a. s. jsou konstatovány tyto výsledky. Pomocí poměrových ukazatelů bylo hodnoceno finanční zdraví podniku za období 2008 – 2012. Byly použity základní ukazatele finančního zdraví jako ukazatele rentability, ukazatele aktivity, ukazatele likvidity a ukazatele zadluženosti.

V oblasti rentability si podnik vedl poměrně dobře. Nejvyšší hodnoty ukazatelů rentability byly naměřeny v roce 2008. V roce 2009 došlo ke změně trendu vlivem ekonomické krize. Na trhu poklesla poptávka a podniky musely zareagovat omezením výroby. Hodnoty u všech použitých ukazatelů se oproti předchozímu roku snížily téměř o polovinu. Nicméně podnik

dosahoval stále kladných hodnot a pokračovalo zhodnocování investovaného kapitálu. Podnik překonal nepříliš dobré období ve velmi slušné ekonomické kondici.

Použitím ukazatelů aktivity je zjištěno, že se prodlužuje doba obratu zásob a zmenšuje obrat zásob. Další skutečností je, že doba obratu pohledávek a doba obratu závazků porušuje pravidlo solventnosti. Toto pravidlo je porušováno po celou dobu sledovaného období. V roce 2012 je rozpoznáno zlepšení při řízení pohledávek. Po aplikaci ukazatelů aktivity je doporučeno podniku nadále sledovat platební schopnost odběratelů.

Ukazatelé likvidity posuzují platební schopnost podniku. Bylo zjištěno překročení doporučených hodnot u jednotlivých ukazatelů likvidity. Podnik by měl zhodnotit vlastní nástroj řízení oběžných aktiv, i když se jednalo o malé překročení doporučených hodnot likvidity. Podnik by měl identifikovat tyto příčiny odchylek. Vysoká likvidita může být příčinou např. špatné aktivity podniku. Jedná se o pomalé obrátky aktiv. Další důvodem vysoké likvidity jsou neprodané zásoby a materiál na skladě. Proto je důležité zaměřit se na plánování těchto položek a řízení celého dodavatelského řetězce.

Posledním ukazatelem finanční analýzy jsou ukazatele zadluženosti. Hodnotí finanční stabilitu podniku z hlediska podnikových aktiv a jejich zdrojů krytí. Z provedených výpočtů je konstatováno, že celková zadluženost podniku je udržována na přiměřené úrovni. Podnik kontroluje svou zadluženost a drží ji pod doporučenou 50 % úrovní.

Po hodnocení podniku jednotlivými skupinami poměrových ukazatelů byly použity souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku. Pomocí Altmanova modelu je posuzováno, zda podnik může do určité doby zbankrotovat. Altmanův model nás ujistil, že podnik nemá finanční problémy. Jedná se o finančně zdravý podnik a v blízké budoucnosti mu nehrozí úpadek. Pomocí Kralicekova Quicktestu bylo hodnoceno finanční zdraví podniku, které je velmi uspokojivé. Diagnostika určila, že podnik je finančně zdravý a finančně důvěryhodný.

Po zhodnocení finanční analýzy následují metody ocenění podniku Alfa, a. s. Hodnota podniku je zjišťována pomocí metody diskontovaného cash flow (entity), metody kapitalizovaných čistých výnosů a účetní metody. Vypočítané hodnoty jednotlivých metod jsou uvedeny v Tab. 5.1 Výsledné hodnoty jednotlivých metod.

Tab. 5.1 Výsledné hodnoty jednotlivých metod

Metoda	Hodnota podniku (tis. Kč)
Metoda DCF – Entity	437 673
Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	205 654
Účetní metoda	203 713

Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší hodnota byla dosažena u metody diskontovaného cash flow (entity), která činí 437 673 tis. Kč. V tomto případě byla hodnota zjišťována za celkový podnik. Metoda je založena na odhadu budoucích peněžních toků, jejichž sestavení je provedeno podle finančního plánu. Finanční plán byl vytvořen na základě historických dat z výkazů podniku v období 2008 – 2012 a predikce vývoje hospodářského růstu. V tomto případě konečná hodnota podniku může být do jisté míry zkreslena. Důležitým faktorem při určení konečné hodnoty podniku bude očekávané tempo růstu.

Další hodnocení podniku bylo provedeno pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota podniku u této metody dosáhla výše 205 654 tis. Kč. Metoda pracuje se současnou hodnotou budoucích zisků a tyto zisky jsou odhadovány na základě historických dat. Předpokladem je, že podnik bude dosahovat alespoň takových výnosů, jako v minulých letech.

Poslední zvolenou metodou je účetní metoda. Pomocí této metody je hodnota podniku stanovena ve výši 203 713 tis. Kč. Tato metoda vychází z historických cen a nevychází z tržního ocenění, proto je brána spíše jako doplňující.

5.1 Návrhy a doporučení

Po provedení vybraných analýz, metod hodnotící finanční zdraví a metod ocenění, je rozhodnuto, že společnost Alfa, a. s. je po finanční stránce zdravá. Je to podnik s velkým potenciálem k dlouhodobému růstu a stabilitě.

Podnik působí v odvětví protisluneční techniky, ve kterém se vyskytují další silní hráči. Podnik se musí vyrovnat i s novými potencionálními konkurenty, kteří mohou vstoupit do tohoto odvětví. Proto bude důležité si udržet stávající zákazníky a oslovit ty potencionální. Ti

mohou navštěvovat webové stránky společnosti a dozvědět se více o nabízených produktech a službách. Zákazníci zde mohou nakupovat prostřednictvím internetového obchodu. Možným návrhem je rozšíření funkcí tohoto internetového obchodu.

Podnik nabízí své výrobky a služby prostřednictvím projektu franšízy. Tento projekt je založen na budování značkových prodejen. Podnik zajišťuje prodej pomocí regionálních zástupců v ČR a na Slovensku. S růstem podniku se nabízí možnost vybudování dalších značkových prodejen a navázání smluvních vztahů v zemích střední Evropy.

Podnik by měl nadále pokračovat ve vlastním vývoji a ve spolupráci s jinými výrobci stínící techniky z celé Evropy. Konkurenční výhodou bude inovace výrobků, díky nimž si podnik udrží náskok před konkurencí. Měl by také reagovat na požadavky zákazníků v podobě nových výrobků v sortimentu stínící techniky.

Provedená finanční analýza zjistila překročení doporučených hodnot u jednotlivých ukazatelů likvidity. Podnik by měl zhodnotit vlastní nástroj řízení oběžných aktiv, i když se jednalo o malé překročení doporučených hodnot likvidity. Podnik by měl identifikovat tyto příčiny odchylek. Vysoká likvidita může být příčinou např. špatné aktivity podniku. Jedná se o pomalé obrátky aktiv. Další důvodem vysoké likvidity jsou neprodané zásoby a materiál na skladě. Proto je důležité zaměřit se na plánování těchto položek a řízení celého dodavatelského řetězce.

Další skutečností je, že doba obratu pohledávek a doba obratu závazků porušuje pravidlo solventnosti. Toto pravidlo je porušováno po celou dobu sledovaného období. V roce 2012 je rozpoznáno zlepšení při řízení pohledávek. Po aplikaci ukazatelů aktivity je doporučeno podniku nadále sledovat platební schopnost odběratelů.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku Alfa, a. s. pomocí vybraných metod k 1. 1. 2013. Ocenění bylo provedeno pomocí metody diskontovaných peněžních toků (entity), metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody účetní.

Druhá kapitola byla určena teoretickým východiskům oceňování. Náplní této kapitoly bylo vymezení základních pojmů a základních přístupů k oceňování podniku. Byl uveden postup při oceňování a vysvětleny základní metody oceňování podniku.

Třetí kapitola byla věnována charakteristice výrobního podniku Alfa, a. s. Kapitola byla uvedena popisem podniku a jeho historií. Následně byly učiněny kroky, které vedly k samotnému ocenění podniku. Prvním krokem bylo vypracování strategické analýzy, která byla rozdělena na analýzu makroprostředí a mikroprostředí. Makroprostředí bylo popsáno pomocí analýzy PEST a pro mikroprostředí byl použit Porterův model pěti konkurenčních sil. Další kroky vedly ke zjištění finanční situace podniku pomocí finanční analýzy, bonitních a bankrotních modelů. Při hodnocení zdraví podniku byly čerpány data z účetních výkazů, a to rozvahy a výkazu zisku a ztráty za období 2008 – 2012. Finanční analýza byla popsána pomocí horizontální a vertikální analýzy a poměrových ukazatelů. Byla provedena analýza ukazatelů rentability, ukazatelů aktivity, ukazatelů likvidity a ukazatelů zadluženosti. Po hodnocení podniku jednotlivými skupinami poměrových ukazatelů byly použity souhrnné metody hodnocení výkonnosti podniku. Pomocí Altmanova modelu bylo posuzováno, zda podnik může do určité doby zbankrotovat. Altmanův model nás ujistil, že podnik nemá finanční problémy. Jedná se o zdravý podnik a v blízké budoucnosti mu nehrozí úpadek. Pomocí Kralicekova Quicktestu bylo vyhodnoceno finanční zdraví podniku, které je velmi uspokojivé. Diagnostika určila, že podnik je finančně zdravý a finančně důvěryhodný. SWOT analýza identifikovala silné a slabé stránky podniku a odhalila možné příležitosti a hrozby. Důležitým krokem k ocenění podniku bylo nutné sestavit finanční plán jednotlivých položek pro období 2013 – 2017.

Náplní čtvrté kapitoly byla aplikace zvolených metod na vybraný podnik. Nejvyšší hodnota byla dosažena metodou diskontovaného cash flow (entity), která činí 437 673 tis. Kč. Další hodnocení podniku bylo provedeno pomocí paušální metody kapitalizovaných čistých výnosů. Hodnota podniku u této metody dosáhla výše 205 654 tis. Kč. Poslední zvolenou metodou byla účetní metoda. Pomocí této metody byla zjištěna hodnota podniku k datu ocenění, která činí 203 713 tis. Kč.

V poslední kapitole bylo provedeno zhodnocení dosažených výsledků a uvedeny návrhy možných doporučení, jak by mohl podnik upevnit svou pozici na trhu.

Věřím, že má práce bude přínosem pro společnost Alfa, a. s., které pomůže při řízení hodnoty podniku.

Seznam použité literatury

Knižní zdroje

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

HIGGINS, Robert C. *Analýza pro finanční management*. 1. vyd. Praha: Grada, 1997, 399 s. ISBN 80-7169-404-5.

HRDÝ, Milan a Michaela HOROVÁ. *Finance podniku*. 1. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2009, 180 s. ISBN 978-80-7357-492-5.

KAŠÍK, Josef a Milan Michalko, et al. *Podniková diagnostika*. Ostrava: Tandem, 198, 343 s. ISBN 80-902167-4-9.

KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

KOLLER, Tim, Marc GOEDHART a David WESSELS. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5th ed. Hoboken: Wiley, 2010, 837 p. ISBN 978-0-470-42465-0.

MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: Ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011b, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.

MAŘÍK, Miloš et al. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011a, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998, 206 s. ISBN 80-86119-09-2.

MLČOCH, Jan. *Oceňování podniku: ekonomické aspekty*. Praha: Linde, 1998, 159 s. ISBN 80-7201-145-6.

POLÁČEK, Bohumil a Jan ATTIL. *Posudek znalce a podnik*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 184 s. ISBN 80-7179-503-8.

PRATT, Shannon P. and Alina V. NICULITA. *Valuing a business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. New York: McGraw-Hill, 2008, 1098 p. ISBN 978-0-07-144180-3.

RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2007, 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.

SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, 121 s. ISBN 80-7179-367-1.

STROUHAL, Jiří. *Finanční řízení firmy v příkladech*. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2006, 178 s. ISBN 80-251-0913-5.

VALACH, Josef. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2006, 465 s. ISBN 80-86929-01-9

VEBER, Jaromír et al. *Podnikání malé a střední firmy*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012, 336 s. ISBN 978-80-247-4520-6.

VOCHOZKA, Marek a Petr Mulač, et al. *Podniková ekonomika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2012, 570 s. ISBN 978-80-247-4372-1.

Elektronické zdroje

BUSINESS.CENTER.CZ. *Zákony, vyhlášky, nařízení vlády a jiné právní normy České republiky* [online]. 2014 [cit. 2014-03-17]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/>.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Výdaje na výzkum a vývoj jsou nejvyšší od vzniku ČR* [online]. 2013 [cit. 2014-03-24]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/tz.nsf/i/vydaje_na_vyzkum_a_vyvoj_jsou_nejvyssi_od_vzniku_cr_20131107.

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Základní tendence demografického, sociálního a ekonomického vývoje Zlínského kraje v roce 2012* [online]. 2013 [cit. 2014-03-24]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/xz/redakce.nsf/i/zakladni_tendence_demografickeho_socialniho_a_ekonomickeho_vyvoje_zlinskeho_kraje_v_roce_2013/\\$File/zakladni_tendence_zl.pdf](http://www.czso.cz/xz/redakce.nsf/i/zakladni_tendence_demografickeho_socialniho_a_ekonomickeho_vyvoje_zlinskeho_kraje_v_roce_2013/$File/zakladni_tendence_zl.pdf).

EUROSTAT. *Real GDP growth rate – volume* [online]. 2013 [cit. 2014-03-18]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tec00115>.

IPODNIKATEL.CZ. *Podnikatelské prostředí aneb klima pro podnikání v ČR* [online]. 2011 [cit. 2014-03-17]. Dostupné z: <http://www.ipodnikatel.cz/O-podnikani-obecne/je-ceska-republika-rajem-pro-podnikani-nebo-podnikatelum-nepreje.html>.

KURZY.CZ. *Vývoj HDP v ČR* [online]. 2014 [cit. 2014-03-18]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/?G=3&A=2&page=1>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MFČR: Makroekonomická predikce - leden 2014* [online]. MFČR [cit. 2014-03-19]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-leden-2014-16757>.

MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *MFČR: Makroekonomická predikce - duben 2014*. [online]. MFČR [cit. 2014-04-12]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2014/makroekonomicka-predikce-duben-2014-17576>.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *MPO: Finanční analýza podnikové sféry se zaměřením na konkurenceschopnost sledovaných odvětví za rok 2012*. [online]. MPO [cit. 2014-04-12]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument141226.html>.

PELTSARSZKÁ VLADISLAVA-KASKO ŽALUZIE [online]. 2012 [cit. 2014-03-26]. Dostupné z: <http://www.kasko-vs.cz/>.

SERVIS CLIMAX, a.s. [online]. 2014 [cit. 2014-03-24]. Dostupné z: <http://www.climax.cz/>.

SVĚT OKEN s. r. o. [online]. 2013 [cit. 2014-03-26]. Dostupné z: <http://www.svet-oken.cz/cz/>.

Firemní dokumenty

SERVIS CLIMAX, a.s. *Výroční zpráva za rok 2012*. Vsetín, 2013. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a228481&dokumentId=B+3231%2fSL74%40KSOS&partnum=0&variant=1&klic=89977h>

Seznam zkratk

APV	upravená současná hodnota
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	metoda diskontovaných peněžních toků
DIY	obchodní řetězce (Do it yourself)
DM	dlouhodobý majetek
DPH	daň z přidané hodnoty
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před úroky a zdaněním a úroky z cizího kapitálu
EU	Evropská unie
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFF	volné peněžní toky do firmy
g	tempo růstu
HDP	hrubý domácí produkt
ISO	Mezinárodní organizace pro normalizaci
IT	informační technologie
K	kapitál
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
KPVH _D	korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi

MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
$n_{VK(z)}$	náklady vlastního kapitálu
P/E	cena akcie/zisk na akcii
R_D	náklady na celkový kapitál
R_E	náklady vlastního kapitálu
R_F	bezriziková úroková míra
$R_{finstab}$	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
R_{LA}	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$R_{podnikatelské}$	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
U_i	hodnota dílčího ukazatele
U_t	hodnota ukazatele
VaV	výzkum a vývoj
VH	výsledek hospodaření
WACC	průměrné vážené náklady kapitálu
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. 4. 2014



Bc. David Adámek

Seznam příloh

Příloha č. 1 Interpretace výsledků

Příloha č. 2 Bodování hodnot jednotlivých ukazatelů Kralicekova Quicktestu

Příloha č. 3 Interpretace výsledků Kralicekova Quicktestu

Příloha č. 4 Rozvaha ve zjednodušené podobě společnosti Alfa, a. s.

Příloha č. 5 Výkaz zisku a ztráty ve zjednodušené podobě společnosti Alfa, a. s.

Příloha č. 6 Pomocné výpočty k odhadu nákladů na vlastní kapitál

Příloha č. 7 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu

